

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LA

Fonction Économique et Financière

DES

OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le mercredi 16 mars 1921, à 14 h.

PAR

Edmond CADENET

Président : M. FERNAND FAURE, Professeur

Suffragants { *MM. WALH, Professeur*
HITIER, Professeur

PARIS

JOUVE ET C^{ie}, ÉDITEURS

15, Rue Racine, 15

1921

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LA
Fonction Économique et Financière
DES
OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le mercredi 16 mars 1921, à 14 h.

PAR

Edmond CADENET



Président : M. FERNAND FAURE, Professeur,
Suffragants { MM. WALH, Professeur
HITIER, Professeur

PARIS
JOUVÉ ET C^{ie}, ÉDITEURS
15, Rue Racine, 15
—
1921

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

MEIS ET AMICIS

LA
Fonction Économique et Financière
DES
Obligations de Chemins de fer

INTRODUCTION

La création des chemins de fer est un des plus grands événements du xix^e siècle. Leur importance, le rôle qu'ils jouent dans notre civilisation, la transformation qu'ils ont accomplie dans le monde économique et jusque dans l'art de la guerre, sont aujourd'hui des faits si sensibles et si nettement établis qu'il serait vain de les exposer à nouveau. « Le chemin de fer, écrivait M. Batbie, est aujourd'hui une voie de communication de première nécessité. Un Etat qui n'en aurait pas serait semblable à ce qu'était, il y a soixante ans, un pays sans routes. Il ne pourrait avoir ni commerce, ni industrie, puisqu'il n'aurait pas de débouchés. C'est n'avoir pas de débouchés que d'être réduit à une viabilité rudimentaire où les transports seraient d'une interminable longueur. Les producteurs n'arriveraient sur le marché que longtemps après les producteurs concurrents, et

trouveraient que les acheteurs s'étaient pourvus avant leur arrivée (1). » A son tour, dans un rapport au Parlement, M. Legrand, Directeur général des Ponts et Chaussées et des Mines, s'exprimait ainsi : « Les chemins de fer répondent merveilleusement au nouveau besoin de la société d'étendre ses relations. Ils créent pour les hommes et pour les choses une rapidité de circulation jusque-là inconnue. En quelques instants, ils portent du centre aux extrémités le mouvement et la vie, et les extrémités renvoient, à leur tour, au cœur de l'Etat, le mouvement et la vie qu'elles ont reçus. Les chemins de fer sont, assurément, après l'imprimerie, l'instrument de civilisation le plus puissant que le génie de l'homme ait pu créer, et il est difficile de prévoir et d'assigner les conséquences qu'ils doivent produire un jour sur la vie des peuples (2). »

Ces prévisions ont reçu de l'expérience la plus éclatante confirmation. Constituant encore le principal moyen de transport, ils sont un des facteurs essentiels de la vie moderne qu'ils ont transformée et c'est à eux que nous sommes redevables du magnifique essor qui s'est produit dans toutes les branches de l'activité nationale. Agriculture, commerce, industrie, en ont ressenti le rôle bienfaisant. L'unité nationale s'est resserrée : le bien-être s'en est accru.

1. Batbie. *Traité de droit public et administratif*, t. I, p. 128.

2. Picard. *Traité des chemins de fer*, tome II.

Aussi tous les grands Etats s'efforcent constamment d'enrichir leur réseau de voies ferrées, et dès qu'un nouveau pays s'éveille à la vie, une ligne de chemin de fer est construite qui mettra en valeur les richesses naturelles du pays et qui sera, en outre, un admirable instrument de domination. Qui n'a enfin présent à la mémoire le rôle considérable qu'ils ont joué lors de la dernière guerre ?

En 1840, il n'y avait dans le monde entier que 7.700 kilomètres de voies ferrées en exploitation, dont 2.700 pour l'Europe. A la fin de l'année 1898, on en comptait déjà 750.000, dont 270.000 pour l'Europe. Ces chiffres ont leur éloquence, si l'on songe que la France en comptait à elle seule 38.000 kilomètres environ. Les dépenses d'établissement s'élevaient à 16 milliards environ. Quel chemin parcouru en soixante années ! Lorsque le 6 octobre 1829, Georges Stephenson lançait dans la plaine du Rainhill la première machine à vapeur, pouvait-il prévoir l'essor merveilleux qu'allait prendre son invention et la rapidité avec laquelle elle se propagerait ?

A une industrie aussi importante, il a fallu des capitaux considérables. Le premier titre employé a été l'action, mais les apports faits par les premiers actionnaires ne pouvaient suffire à mener à bien pareille entreprise. Il était évident que tôt ou tard, les premières sociétés concessionnaires auraient à faire

appel au crédit public. Deux moyens étaient possibles :

Ou bien elles pouvaient augmenter leur capital en émettant un certain nombre d'actions nouvelles et pour attirer les souscripteurs leur attribuer un droit de priorité dans la distribution des dividendes et dans le partage éventuel du fonds social. Mais cette solution avait le grave inconvénient d'augmenter le nombre des participants aux bénéfices de l'entreprise et de réduire aussi la part du revenu attribuée à chacun d'eux.

Ou bien, sans augmenter leur capital, les Compagnies pouvaient procéder à une émission d'obligations : autrement dit, elles pouvaient contracter des emprunts. Dans ce cas, la société promet de servir aux souscripteurs un intérêt, dont le taux varie selon diverses modalités et elle s'engage à opérer le remboursement de la créance dans un délai déterminé. On appelle ces créances des obligations et les souscripteurs de ces titres sont des créanciers et non pas des associés.

C'est à ce deuxième procédé qu'ont eu recours les compagnies de chemin de fer. Elles ont fait appel à l'épargne sous forme d'obligations. Cette partie du capital de nos grands réseaux de chemin de fer est à l'heure actuelle de beaucoup la plus importante. Aussi est-ce à elle que nous allons consacrer cette étude.

Comme toute création durable, l'industrie des chemins de fer est passée par différentes phases. Elle a eu son âge de tâtonnement et d'essais, puis elle s'est affermie et elle a grandi, enfin elle s'est répandue sur toute la surface de notre sol natal. C'est donc à travers ces différentes phases que nous suivrons la constitution du capital-obligations, son emploi et son extinction par les Compagnies. Enfin, après avoir constaté que c'est grâce aux dix-huit milliards d'obligations que notre réseau s'est constitué, qu'il s'est développé, qu'il a prospéré, procurant au pays d'énormes avantages, nous serons tout naturellement amené à étudier les causes de la baisse de ces valeurs, dont les conséquences risquent d'en compromettre l'essor.

PREMIÈRE PARTIE

CHAPITRE PREMIER

Le Crédit des grandes Compagnies d'intérêt général

La première concession de chemins de fer date du 26 février 1823. C'est en effet par ordonnance de cette date que « MM. de Lur-Saluces et consorts furent autorisés à établir une ligne de 23 kilomètres entre Andrezieux et Saint-Etienne pour l'exploitation du riche bassin houiller de cette région ». La caractéristique de cette concession, comme d'ailleurs de toutes celles qui vont se succéder de 1823 à 1832, était la réalisation des capitaux nécessaires au moyen d'actions, à l'exclusion de toute émission d'obligations. Quelque peu surprenante peut-être au premier abord, cette disposition s'explique facilement. A cette date, et même jusqu'en 1838, les travaux des Compagnies ne nécessitaient pas, comme aujourd'hui, des som-

mes considérables, on ignorait ce que c'était qu'emprunter des milliards et on ne croyait pas possible de créer des sociétés au capital de plusieurs centaines de millions. « On n'avait alors qu'une faible conception de la force financière du pays et du chiffre élevé de capitaux latents qu'une baguette magique suffirait à multiplier à l'infini en augmentant continuellement leur productivité. Bien plus on ignorait de quelles sommes on pourrait immédiatement disposer en faveur des besoins économiques du pays, si seulement les petits rentiers, au lieu d'enfouir et de cacher leurs économies, voulaient s'habituer à les placer en actions et obligations d'entreprises industrielles (1). »

Dès 1832, les statuts des nouvelles compagnies concessionnaires prévoyaient la possibilité de contracter des emprunts au moyen d'émission d'obligations. C'est qu'en effet, avec l'apparition de la traction par locomotive et l'organisation d'un service de voyageurs sur la ligne de Saint-Etienne à Lyon, une évolution profonde va se produire dans l'appréciation du rôle des chemins de fer dont on commence « à pressentir toute l'influence économique et sociale ». La Compagnie de Paris à Saint-Germain et Versailles émettait pour la première fois, en 1838, 327 obligations de mille francs au taux de 5 0/0 remboursables

1. Kaufmann (de). *La politique française en matière de chemins de fer*, p. 7.

au plus tard le 1^{er} janvier 1859. Devant le succès de l'émission, la Compagnie de Versailles (rive droite) procédait à son tour, l'année suivante, à une émission de 1.488 obligations amortissables dans un délai de vingt ans. Cet appel à l'épargne va devenir de plus en plus important. On peut dire qu'en 1843, les chemins de fer étaient sortis de la phase primitive. Les grandes Compagnies sollicitaient les grandes concessions, les capitaux s'offraient en abondance. Le succès de la Compagnie d'Orléans coïncidant avec la promulgation de la loi de 1842 était de nature à stimuler l'activité dans la nouvelle phase où entraient les chemins de fer français. Le gouvernement et le public passaient de la torpeur à l'enthousiasme, et traduisent leur engouement l'un par l'affectation de fortes sommes aux grandes lignes, l'autre par les élans de la spéculation, car, il faut bien le reconnaître, de 1842 à 1848, on s'est moins préoccupé des chemins de fer que de la prime de leurs titres à la Bourse : l'exaltation du jeu faisait perdre de vue le but à atteindre. Aussi rien d'étonnant à ce que l'épargne ait faiblement encore répondu aux demandes de capitaux sous forme d'obligations. Il faut attendre 1855 pour voir cette partie du capital des compagnies devenir prépondérante.

Il est vrai que l'Empire venait d'inaugurer une politique particulièrement heureuse en matière de chemins de fer. Dès l'année 1852, l'Empereur porte

à 99 ans la durée des concessions. Par ce moyen, « en ouvrant devant elles un long avenir » (1), il leur rendait moins lourdes les charges de l'amortissement qui se trouvaient réparties sur un plus grand nombre d'années. Une fois ce premier point obtenu, le gouvernement dut chercher à consolider, à affermir les compagnies, à qui il venait de rendre une vie passagère. Pour cela, « il chercha à concentrer ces forces en organisant de grands réseaux et en constituant les compagnies les plus anciennes et les plus solides sur de larges bases » (2). Il y arriva en favorisant les rapprochements et la fusion des Compagnies de manière à former de nouvelles sociétés puissantes, jouissant d'un crédit immense et incontesté, « capables d'entreprendre, sans compromettre leur avenir, des chemins secondaires dont l'exécution eut été inabordable pour des compagnies nouvelles et isolées ». Les résultats de cette politique ne se firent point attendre. La confiance du public se porta alors avec empressement vers les opérations des Compagnies de chemins de fer, les capitaux affluèrent, et l'engouement des petits possesseurs pour les valeurs émises fut sans limites.

Dès 1855, le capital-obligations devient supérieur au capital-actions, et l'écart entre ces deux sortes de titres ne fera que grandir au fur et à mesure que les

1. Exposé des motifs de la loi de 1859.

2. Exposé des motifs de la loi de 1859.

appels à l'épargne se multiplieront. Voici d'ailleurs, d'après M. A. Picard, la situation comparative du capital-actions et du capital-obligations au 31 décembre 1885 (1).

Compagn.	Obligations émises	Capital oblig. réalisé	Capital actions	Rapport entre le capital actions et le capital obligations
Nord....	3.152.257	1.038.815.164,02	231.875.000	4,5
Est	4.904.721	1.518.290.094,91	292.000.000	5,2
Orléans.	4.430.097	1.355.503.721,10	307.784.570	4,4
Ouest...	4.207.824	1.296.716.823,42	150.947.918	8,6
P.-L.-M.	10.960.062	3.514.632.586,77	340.958.056	10,3
Midi....	4.102.681	954.708.126,42	146.319.020	6,5

Nous obtenons une moyenne de 6,6, ce qui prouve que le capital-obligations est plus de six fois et demi le capital-actions.

Par suite des constructions nouvelles imposées aux Compagnies par les conventions de 1883, la disproportion entre le capital-obligations et le capital-actions devient encore plus saisissante par la suite. Au 1^{er} janvier 1898, elle passe pour le Nord de 4,5 à 5,3; pour l'Est, de 5,2 à 6; pour l'Orléans, de 4,4 à 6; pour le P.-L.-M., de 10,3 à 11,5; et enfin pour le Midi, de 6,5 à 7,5. La moyenne obtenue est donc pour cette année-là de 7,8; le capital-obligations est donc au capital-actions ce que 7,8 est à 1 (2). Le

1. Guillemot. *L'organisation des chemins de fer en France*, p. 95 et suiv.

2. Picard, *Traité des Chemins de fer*, tome II, p. 137.

capital-obligations était à cette date pour l'ensemble des six grands réseaux de 11.849.211.227 francs; il atteignait au 1^{er} décembre 1909 le chiffre de 13 milliards 1/2 environ.

D'ailleurs, cette progression du capital-obligations n'a rien eu de régulier. Les compagnies ont emprunté selon leurs besoins et tandis qu'en 1905 elles n'avaient emprunté que 67 millions, en 1913 leur émission dépassait 403 millions de francs.

La guerre n'a-t-elle pas eu de répercussion sur le crédit de nos grandes Compagnies ? On ne pourrait le nier. Le fonctionnement de leurs services a subi une modification profonde. D'instrument de transport commercial, elles sont devenues par la force des événements un organisme de guerre, un des pivots principaux de la défense nationale. Dès lors, il n'y a rien de surprenant que cette subordination de l'exploitation commerciale aux nécessités militaires n'ait entraîné des résultats financiers très inférieurs à ceux du temps de paix. Les conditions anormales jointes à l'augmentation énorme des dépenses d'exploitation n'ont pas ébranlé la confiance de leur clientèle obligataire. Nous n'en voulons pour preuve que le nombre des obligations émises de 1915 à 1919.

En 1915	646.937	obligations représentant un capital de	253	millions
En 1916	884.775	—	313,2	—
En 1917	1.374.978	—	492,7	—
En 1918	1.341.314	—	489,8	—
En 1919	3.579.420	—	1.396,7	—

Avec M. A. Neymarck (1), à qui nous empruntons ces chiffres, constatons combien ils sont particulièrement éloquentes et combien ils prouvent la solidité du crédit des Compagnies, « si l'on tient compte qu'à cette époque une partie de la France était envahie, que deux de nos plus grands réseaux étaient en partie détruits, et que d'autre part l'Etat de son côté faisait continuellement appel à l'épargne par l'émission de rentes, d'obligations et de bons du Trésor ».

Comment donc expliquer cette fidélité de la clientèle obligataire des Compagnies ? Par le fait qu'elles ont su habilement créer dès le temps de paix des variétés d'obligations susceptibles de satisfaire les goûts du public, se souvenant ainsi de la maxime de Léon Say : « En matière d'emprunt, il faut plaire au public. » Tel qui veut augmenter son revenu, son capital restant invariable, souscrit des obligations 4 0/0, 5 0/0 ou même comme à l'heure actuelle des obligations 6 0/0. Tel autre, au contraire, qui préfère une augmentation de capital, recherchera le titre le plus éloigné du pair, c'est-à-dire de son prix de remboursement, et dans ce cas se laissera séduire par l'avantage combiné de la loterie et du placement de bon père de famille que présente l'obligation 3 0/0.

Enfin, pour satisfaire encore davantage les désirs

1. Neymarck. *Journal de la Société des statistiques de Paris*, septembre 1920.

différents des souscripteurs, les Compagnies ont imaginé deux types d'obligations, comme elles ont créé deux sortes d'actions. Mais, tandis que l'action nominative présentant plus de garantie contre les risques de perte et de vol perd chaque jour d'importance au profit de l'action au porteur, moins sûre peut-être, mais d'une transmission plus facile, le nombre des obligations nominatives augmente au contraire de plus en plus au détriment des obligations au porteur. C'est que l'actionnaire recherche moins un titre sûr qu'un titre facilement négociable, dont la transmission n'exige pas de nombreuses formalités, longues et coûteuses, l'obligataire plus modeste, moins joueur, plus prudent, se laisse attirer vers les valeurs qui répondent mieux non seulement à son tempérament, mais aussi à sa bourse. Le premier recherche un placement fructueux, il veut, si l'occasion s'offre à lui, faire une bonne affaire en vendant son titre en bourse; le second, au contraire, cherche un placement comportant peu d'aléas, dont la rémunération, quoique modique, est certaine; il veut un titre de tout repos, et pour ce faire, une valeur de bon père de famille.

Les chiffres qui précèdent montrent la grande confiance que les Compagnies ont su inspirer, même en pleine guerre, aux grands et surtout aux petits capitalistes. Malgré la guerre, leur crédit est resté intact, et grâce à lui, elles sont en mesure de s'associer à l'œuvre de reconstitution nationale qui s'impose.

CHAPITRE II

Conditions d'émission et de négociation

Bien que les statuts des premières Compagnies aient contenu des dispositions en vue des emprunts à contracter par le Conseil d'administration, la première émission d'obligation n'eut lieu qu'en 1838. A cette époque, le capital-actions prédomine; c'est pourquoi le législateur et le gouvernement n'eurent pas à se préoccuper des obligations à l'origine des chemins de fer. Il y a aussi une autre raison. L'Etat s'abstenait de prêter aux Compagnies son concours financier; elles ne jouissaient pas de la garantie d'intérêt et les capitaux engagés dans les entreprises nouvelles étaient encore peu considérables.

Néanmoins, la loi du 15 juillet 1849 fait déjà allusion aux emprunts par obligations. Relative au chemin de fer de Paris à Orléans, cette loi, dans son article 2, disait : « Si dans l'insuffisance du fonds social, pour achever les travaux et mettre l'entreprise en exploitation, la Compagnie contractait un

emprunt... dont le taux devra être agréé par le Gouvernement... » C'était prévoir déjà le besoin de capitaux considérables, qui allait nécessiter un appel à l'épargne. Aussi le Gouvernement prit-il soin de rappeler les dispositions de l'article 2, dans un règlement d'administration publique du 20 décembre 1843.

Il restait à édicter des règles plus précises. C'est ce qu'on fit dans la loi du 19 novembre 1849. Relative au chemin de fer de Marseille à Avignon, cette loi, dans son article 2, dispose que « la quotité, le mode de négociation, et toutes les conditions de l'emprunt à faire par la Compagnie devront être préalablement approuvées par les Pouvoirs publics ». C'est la première fois qu'apparaît aussi nettement la nécessité d'une approbation du Gouvernement préalable à l'émission. Ainsi plus considérables deviennent les demandes des Compagnies, plus grand est l'afflux des capitaux, plus sévère, plus rigide devient la surveillance du Gouvernement pour sauvegarder les intérêts du public prêteur. Un décret du 23 mai 1850 et un règlement d'Administration publique vinrent compléter la loi en approuvant une convention du 30 avril, qui déterminait les conditions de l'emprunt et celles de la garantie. La Compagnie devait en outre chaque semestre fournir un état constatant que les fonds provenant de la négociation des obligations émises avaient reçu l'emploi pour lequel l'émission avait été autorisée.

Cette réglementation ne parut pas encore assez rigoureuse et dès l'année 1852 le Gouvernement faisait un nouveau pas dans la voie de la réglementation des emprunts. A cette date, le concessionnaire de la ligne Lyon à Avignon eut la faculté d'émettre des obligations jusqu'à concurrence de 30 millions, mais « la forme des obligations, la quotité, le mode de négociation et les conditions de chaque émission partielle devront préalablement être approuvés par le ministre des Travaux publics » (1), et ce règlement ajoute que les émissions ne pourront avoir lieu qu'au fur et à mesure de l'avancement des travaux et à la charge de la Compagnie de justifier l'emploi d'une somme représentant un multiple plus ou moins fort de l'emprunt.

Ainsi se trouvent réglementés par les Pouvoirs publics la forme, la quotité, le mode de négociation, les conditions d'émission des obligations. Cette réglementation se comprend d'autant mieux qu'en 1852, la proportion du capital-obligations, eu égard au capital-actions, devient de plus en plus forte et que le jour est proche où ce capital prédominera. Il fallait donc protéger les intérêts de tous les petits créanciers des Compagnies, empêcher les affaires louches et éviter les spéculations dans lesquelles pouvait sombrer le meilleur de l'épargne française.

1. Cf. Règlement d'administration publique du 28 juillet 1852.

C'est pourquoi les règlements d'Administration publique de 1863 et de 1868 comportent pour les différentes émissions l'approbation du ministre des Travaux publics et le décret du 7 juin 1884 prévoit, en outre, l'institution de commissaires spéciaux chargés de surveiller les opérations d'émission et d'amortissement des obligations.

Mais la disproportion qui existait entre les deux sortes de titres composant le capital des Compagnies, devenant de plus en plus grande, ces dispositions étaient-elles vraiment suffisantes à sauvegarder les intérêts des obligataires ? La prédominance des obligations sur les actions n'était-elle pas de nature à jeter un trouble, à créer une gêne dans le public prêteur ? En un mot, ne fallait-il pas aller plus avant dans la voie de la réglementation ? Le législateur ne devait-il pas pour les émissions imposer des limites que les Compagnies ne pourraient dépasser ?

C'est dans ces termes que la question s'est posée pour les chemins de fer d'intérêt local, si bien que le Conseil d'Etat, dans un esprit de sagesse et de prudence, disait : « ... que ce serait aller à l'encontre de ce but patriotique (cicatriser les plaies de la guerre de 1870-1871) que d'enfouir des capitaux dans des œuvres improductives, et que la mesure la plus exacte d'une entreprise est assurément l'intérêt que prennent les concessionnaires sous forme de capital-actions ; qu'il ne suffit pas pour garantir les inté-

rêts engagés dans cette grave question de crédit, de stipuler que l'emploi partiel du capital-obligations sera subordonné à l'emploi préalable du capital-actions... qu'on pourrait s'exposer à créer une situation bien difficile dans laquelle se trouveraient en présence un capital-obligations réalisé et un capital-actions impossible à émettre dans des circonstances qu'il est impossible de prévoir... » (1). Ces sages conseils émis par le Conseil d'Etat furent entendus par le Gouvernement qui les mit en pratique pour l'adjudication du chemin de fer de Besançon à Mor-teux.

Mais ces dispositions sont inapplicables aux grandes Compagnies d'intérêt général, et la situation actuelle nous prouve surabondamment qu'elles n'ont point été observées. Ces mesures restrictives, en effet, ris-quaient fort d'entraver la marche des travaux en empêchant les Compagnies de profiter de circon-stances favorables pour l'écoulement de leurs titres.

Aujourd'hui, les règlements d'Administration publi-que de 1863 et de 1868 constituent la base de la régle-mentation des émissions actuelles. L'approbation du ministre des Travaux publics suffit. Néanmoins, avant d'être soumis à l'autorisation ministérielle, le pro-jet d'émission élaboré par l'Assemblée des action-naires, fait l'objet d'un examen attentif de la part des

1. Picard. *Traité des chemins de fer*, t. II, p. 180.

agents du contrôle de l'Etat. Le comité consultatif est également appelé à fournir un avis motivé. Il est juste aussi de reconnaître que le contrôle de l'Etat a été grandement facilité par la prudence apportée par les grandes Compagnies de chemins de fer dans la réalisation de leurs emprunts.

CHAPITRE III

Mode de souscription des obligations

Les Compagnies de chemins de fer, depuis la constitution des grands réseaux, empruntent rarement sous forme d'émission publique. En 1860, elles avaient dû momentanément recourir à la Banque de France pour la vente de leurs obligations, mais à l'heure actuelle elles utilisent les nombreux guichets dont elles disposent dans toutes les gares pour mettre en vente les titres qu'elles désirent placer dans le public. Sans aucun frais, une gare quelconque reçoit aussi bien les ordres d'achat que les déclarations de transfert ou les demandes de conversion en titres nominatifs : elle paye les coupons, et rembourse les titres amortis sortis au tirage. Chaque Compagnie fait aussi bien les opérations pour elle-même que pour les autres Compagnies. Ce sont là de merveilleux guichets de vente qui peuvent soutenir la comparaison avec ceux des établissements privés, voire même ceux de l'Etat.

Remarquables en effet par le nombre, ils le sont

aussi par leur situation. Pour le souscripteur, il ne s'agit point ici de verser son épargne pour des entreprises lointaines plus ou moins hypothétiques, mines ou carrières situées dans des pays inconnus, dont il ne peut suivre le développement qu'à travers le prisme des rapports annuels toujours brefs, souvent vagues, il ne s'agit pas non plus d'un emprunt d'Etat destiné à couvrir un déficit budgétaire, le but ici est visible, palpable, il s'agit de créer de nouvelles voies, d'ouvrir de nouvelles gares, d'intensifier le trafic en améliorant l'outillage et le matériel, il s'agit en un mot, de donner une nouvelle impulsion à une entreprise à la vie de laquelle, lui, obligataire, est uni par son industrie et son commerce, par ses besoins de transport, par ses déplacements personnels.

On peut entrevoir déjà tout l'avantage que présente à l'égard des Compagnies ce mode de placement. En fait, les résultats qu'elles en ont tiré sont extrêmement remarquables. Des centaines de millions sont annuellement placés sans qu'il soit besoin d'émission à grands fracas, d'une immense publicité, s'exerçant par la voie de la presse, soit par l'apposition de vastes affiches ou l'envoi de circulaires, seul, un petit écriteau placé auprès des guichets d'une gare avertit le public de l'émission de ces titres.

Faut-il voir, dans ce fait, la raison pour laquelle l'épargne qui, aux périodes les plus critiques, aurait peut-être hésité à répondre à des demandes publi-

ques, a toujours couvert les différentes émissions des Compagnies. Un exemple frappant de la solidité du crédit des Compagnies de chemins de fer, nous est fourni par le réseau du Midi. En 1913, au moment le plus critique du conflit balkanique, cette compagnie eut besoin d'une centaine de millions. Ne pouvant espérer en réaliser le placement uniquement par l'intermédiaire de ses seuls guichets, elle promit une prime de 1 franc par titre pour le placement de 5.000 titres, et de 2 francs pour le placement de 10.000 titres. Pour s'assurer la prime, toutes les autres Compagnies prêtèrent aussitôt le concours de leurs guichets. En quelques mois, l'opération était terminée et la Compagnie du Midi avait obtenu le capital sollicité.

Ce qui fait également la valeur de ce procédé de vente, ce sont les excellentes conditions auxquelles elle a lieu pour l'émetteur.

Dans une émission publique, il est normal que le taux d'émission soit plus bas que celui de la Bourse. Il s'agit, en effet, de trouver de nouveaux clients, et comment parviendrait-on à les attirer si on ne leur offrait un prix d'achat plus bas que la valeur réelle cotée à la Bourse ? D'autre part, il est rare que ces titres soient acquis directement par la clientèle qui doit les conserver. Souscrits en grande partie par des spéculateurs, ceux-ci les gardent en portefeuille jusqu'au moment où ils peuvent les réaliser avec béné-

fices. Or, si l'on veut obtenir leur concours, il importe de leur ménager ce profit.

Enfin, l'émission à guichets ouverts permet aux Compagnies de se procurer l'argent au fur et à mesure de leurs besoins. C'est d'ailleurs pourquoi cette méthode de vente a été appelée « système du robinet ». Faire publiquement appel à l'épargne plusieurs fois par an serait pratiquement impossible. Une grande lassitude ne tarderait pas à s'emparer du public et les valeurs de chemins de fer tomberaient vite en défaveur auprès de lui. Il faudrait donc faire de grosses émissions pour les besoins de plusieurs années et, en attendant l'utilisation de ce capital par l'exécution et le paiement des travaux, les Compagnies devraient assurer le service de l'emprunt, tandis que le capital prêté resterait inactif ou ne produirait qu'un faible intérêt.

Tels sont les réels avantages de ce mode de souscription adopté par les Compagnies. Ils sont suffisants, nous semble-t-il, pour que les Compagnies persistent dans son emploi. Il est même fort heureux qu'elles y aient eu recours, malgré les quelques désavantages et les quelques inconvénients de ce procédé.

L'émission par petits paquets est, en effet, défectueuse. Elle provoque la baisse, dont les effets sont d'autant plus fâcheux que la vente en est plus importante et plus prolongée. C'est incontestable, et les exemples abondent. C'est tout d'abord l'émission par tranches successives de rentes 3 0/0, émission qui,

pendant tant d'années, pesa sur le cours des emprunts d'Etat. La même constatation s'impose pour les obligations de la Ville de Paris, alors que les obligations du Crédit Foncier maintenaient à peu près leur cours. A l'étranger, en Angleterre par exemple, le même phénomène s'observe pour le cours des consolidés. Cette cause de baisse a été nettement indiquée par M. Lloyd George, dans un discours prononcé devant la Chambre des communes lors de la discussion du budget de 1912 (1). S'il est vrai que les obligations de chemins de fer n'ont pas fait exception à ce principe, on peut néanmoins dire que pour cette catégorie de titres, l'émission par petits paquets n'a pas présenté des inconvénients aussi graves que pour les autres valeurs. Plusieurs raisons en ont été données : d'abord la vente d'obligations compense en grande partie le remboursement des obligations amorties. Il est certain que lorsqu'un capitaliste reçoit le montant d'une obligation sortie au tirage, il est généralement incité à racheter un titre semblable en emploi. Donc, tant que les ventes au guichet ne dépassent pas les amortissements, elles ne doivent pas alourdir le marché.

Mais en est-il de même pour la partie de l'émission qui n'entre pas en compensation avec les amortissements ? Il est évident que celle-ci va avoir une influence sur le cours de la valeur, car l'absorption

1. Discours publié dans le Journal *La situation économique et financière* du 27 juillet 1912.

de gros capitaux par une clientèle qui, malgré tout, reste cantonnée à celle des petits épargnants, ne peut normalement se produire sans amener une baisse de la valeur. Celle-ci sera plus ou moins forte, suivant que les chiffres de l'émission en seront plus ou moins élevés et suivant aussi la faveur dont ses titres jouiront auprès du public à ce moment-là. C'est là un fait constant pour la période de 1906 à 1914; les années où les émissions ont été trop considérables, il s'en est suivi une dépréciation de la valeur. Mais il est bon d'ajouter que, pour les obligations de chemins de fer, le défaut de publicité qui accompagne les émissions, l'ignorance où sont les souscripteurs de leur importance, empêchent le public de s'alarmer d'appels de fonds continus et trop considérables.

Ces quelques inconvénients ne nous semblent pas de nature à contrebalancer les avantages de ce procédé de vente. Il provoque la baisse, c'est entendu, mais n'est-on pas en droit de dire que la baisse provoquée eût été, dans certains cas, plus accentuée, si, au lieu de ce procédé, on avait eu recours à de petites émissions publiques successives. Dire que tel ou tel mode d'émission est exempt d'inconvénients, serait contraire au bon sens, car, du fait même qu'il y a appel de fonds, il y a aussi des inconvénients. Constater qu'avec ce procédé les inconvénients sont réduits au minimum, c'est la meilleure louange que l'on puisse faire de lui.

CHAPITRE IV

Répartition des obligations de chemins de fer dans les portefeuilles français.

Dans un rapport fait à l'Assemblée des actionnaires de la Compagnie P.-L.-M., le 25 avril 1902, le Conseil d'administration s'exprimait ainsi : « Le Conseil d'administration se plaît à dire que la Compagnie P.-L.-M. est l'entreprise d'une démocratie de l'épargne, modeste pour elle-même en son œuvre féconde. » Nous allons donc avoir à examiner si cette parole est exacte pour ce réseau, et par suite si cette formule s'applique à toutes les Compagnies. Mais tout d'abord nous devons dire quelques mots de la clientèle obligatoire des chemins de fer.

Il résulte en effet des divers textes légaux et réglementaires que l'emploi de fonds en rente 3 0/0 et en valeurs garanties par l'Etat, comprenant les obligations de chemins de fer français, est obligatoire dans nombre de cas.

Cet emploi est prescrit notamment pour le compte :

1° Du mineur, de l'incapable, de la veuve, de l'orphelin, de la femme mariée sous le régime dotal pour le remploi de ses biens dotaux;

2° Les établissements de bienfaisance, et les différentes institutions dont les fonds sont gérés par la Caisse des dépôts et consignations, notamment : les Caisses d'épargne (loi du 31 mars 1837 et du 20 juillet 1895); le fonds de garantie des Caisses d'épargne (loi du 20 juillet 1895); la Caisse nationale d'épargne postale (loi du 9 avril 1881); la Caisse nationale des retraites pour la vieillesse (loi du 20 juillet 1895 et décret du 28 décembre 1886); les Sociétés de secours mutuels (loi du 1^{er} avril 1898); Caisse nationale d'assurance en cas de décès et en cas d'accidents (loi du 11 juillet 1868 et décret du 10 août 1868 et 13 août 1877), les différents organismes concourant à l'application de la loi sur les retraites ouvrières (loi du 15 avril 1910).

3° les Compagnies d'assurances contre les accidents du travail (loi du 9 avril 1898, art. 27).

4° Les Compagnies d'assurances sur la vie (loi du 17 mars 1905).

5° Les Compagnies étrangères d'assurances sur la vie pratiquant l'assurance en France (loi du 17 mars 1905).

Des documents officiels fournissent des renseignements très précis sur le portefeuille détenu par la Caisse des dépôts et consignations; pour les autres, il est assez difficile de l'évaluer.

Nota. — Nous empruntons les chiffres que nous donnons dans ce chapitre soit aux différentes communications faites par M. Neymarck à la Société de statistique, soit l'article de M. Allix, publié par la *Revue politique et parlementaire*, du 10 novembre 1920.

A côté de cette clientèle obligatoire, c'est toute l'épargne qui concourt à l'achat des obligations de chemins de fer. C'est l'épargne du pays qui se partage les 26 milliards de rentes (3 0/0, 3 1/2 0/0, 3 0/0 amortissable), que l'Etat a émises avant la guerre, et toutes celles, hélas, plus nombreuses, qu'il a été obligé d'émettre pendant la guerre. C'est cette même épargne qui possède les obligations émises par les six grandes Compagnies. C'est cette épargne qui s'est associée de tout temps à ces entreprises considérables qui ont changé la face du pays et qui ont bien plus profité au commerce, à l'industrie, aux salariés, au Trésor même, qu'aux porteurs de titres des compagnies, qui ont eu confiance dans leur avenir, et qui se sont contentés d'un revenu égal à celui que donnent les rentes sur l'Etat. Nous nous trouvons donc en présence non « d'une autocratie financière », « d'une féodalité financière », mais bien en présence « d'une démocratie financière ». Nous allons essayer de le prouver en étudiant la répartition des obligations dans les portefeuilles français de 1900 à nos jours, ce que nous dirons des obligations étant également vrai des actions.

En 1900, le nombre des obligations 3 0/0 des grands réseaux en circulation était de 28.662.646, dont 20.649.006 étaient au nominatif et 8.013.640 étaient au porteur.

Le nombre des certificats nominatifs d'obligations

3 0/0 et la moyenne des titres inscrits sur chacun d'eux s'établit comme suit au 31 décembre 1900 :

Compagnies	Nombre d'obligations 3 o/o nominatives	Nombre de certificats nominatifs	Moyenne des obligat. sur chaque certificat	
Est.....	2.836.312	97.456	29,10	
Lyon.....	6.477.080	204.277	31,70	
Midi.....	2.137.154	63.490	33,66	
Nord	Ancien..	2.273.933	63.865	35,60
	Série B.	140.778	3.984	35,33
Orléans.....	3.615.429	113.719	32,00	
Ouest.....	3.168.320	111.303	28,46	
Totaux..	20.649.006	658,094		

Ce tableau prouve l'extrême diffusion et le classement des obligations de chemins de fer dans le portefeuille de la moyenne petite épargne. Le nombre des obligations inscrites sur chacun des titres varie de 28 1/2 à 35 1/2, soit une moyenne de 32 titres représentant un capital de 14.700 francs seulement (1).

A cette même date, le nombre des obligations 2 1/2 nominatives ou au porteur, émises par l'ensemble

1. Ce chiffre est beaucoup trop élevé encore si l'on tient compte du nombre considérable des obligations détenues à cette époque pour les grandes Compagnies d'assurances et qui sont inscrits sur un petit nombre de certificats :

	Nombres d'obligations	Capital
Assurances générale.....	699.163	260.238.072
Nationale.....	583.811	215.027.200
Phénix.....	284.991	110.852.893
Union.....	101.315	39.919.654
	1.669.280	626.037.819

des Compagnies depuis 1895, était de 1.247.977, dont 902.142 nominatives, 345.835 au porteur. Les obligations nominatives étaient représentées par 36.075 certificats et la moyenne des titres inscrits sur chacun d'eux variait de 8,38 à 37,27, soit une moyenne de 25 titres.

Si l'on totalise l'ensemble des obligations 3 0/0 et 2 1/2 0/0 en circulation à cette date, on obtient le chiffre de 29.910.623 obligations (21.551.148 nominatives, 8.359.475 au porteur). Le nombre des certificats nominatifs s'élevait à 694.169. La moyenne des obligations inscrites sur chacun d'eux représentait pour les certificats d'obligations 3 0/0 un capital de 14.720 francs et pour les certificats d'obligations 2 1/2 0/0 un capital de 10.375 francs.

Pour être complet, il faut ajouter les obligations des anciens emprunts des Compagnies en dehors des obligations 3 0/0 et 2 1/2 0/0. On obtient 2 millions 461.971 obligations d'anciens emprunts, dont 1 million 543.541 sont nominatives, les certificats nominatifs se chiffrant par 72.381 certificats.

En 1909, le nombre des obligations en circulation était pour les six grands réseaux de 38.881.083, dont 9.832.322 au porteur et 24.048.761 nominatives. La proportion entre ces deux sortes de titres était donc de 71,06 0/0. Les obligations nominatives étaient représentées par 795.594 certificats, sur lesquels la moyenne des titres inscrits variait de 6,67.

pour les certificats des diverses obligations de la Compagnie d'Orléans, à 33,83 pour les certificats d'obligations, type 3 0/0, de la même Compagnie. Pour l'ensemble des six grandes sociétés concessionnaires, la moyenne des titres inscrits sur chaque certificat était de 30,22 (1), représentant un capital de 12 à 13 milliards.

La guerre a-t-elle eu un effet quelconque sur cette répartition des titres de chemins de fer ? A-t-elle amené une concentration des obligations dans les portefeuilles de gros capitalistes ou, au contraire, en a-t-elle accru la diffusion, la dissémination ? Pour répondre à cette question, nous examinerons les chiffres donnés par les statistiques les plus récentes pour chaque Compagnie.

P.-L.-M. — Au 31 décembre 1917, le nombre des obligations restant à amortir était pour ce réseau de 12.873.870 obligations, émises avant 1914, et 1.310.252 émises de 1914 à 1917.

Comment se répartissent ces titres ? Si l'on raisonne sur les obligations 3 0/0, c'est-à-dire celles dont l'émission a été de beaucoup la plus considérable pendant la période de guerre, on obtient les résultats suivants :

Sur 5.648.589 obligations 3 0/0 (fusion ancienne),

1. En 1909 les grandes Compagnies d'assurances détiennent à des rentes 1.614.329 représentant un capital de 620.330.386,59 francs.

en circulation, 3.593.645 sont au nominatif, inscrites sur 130.639 certificats, soit une moyenne de 27 obligations 1/20 sur chacun d'eux.

Sur 4.935.147 obligations 3 0/0 (fusion nouvelle), 3.475.593 sont nominatives et inscrites sur 102.308 certificats, ce qui représente une moyenne de 33 obligations 9/10 par certificat.

Le nombre des titres détenus par chaque obligataire varie donc de 27 à 33. Si l'on tient compte, au surplus, du fait que les titres au porteur sont encore beaucoup plus disséminés, et si l'on compare la moyenne obtenue pour cette année-là avec celle de l'année 1909, supérieure à 30 obligations par certificat, il semble qu'on puisse en conclure que la diffusion des titres s'est légèrement accrue.

Orléans. — Pour cette Compagnie, la diffusion des obligations qu'elle a émises n'est pas moins grande. Au 31 décembre 1917, le nombre des certificats était de 232.872, représentant 3.949.505 obligations nominatives. La moyenne des titres inscrits sur chaque certificat oscille entre 16 et 17, le capital représenté est de 5.600 à 5.950 francs. Ces chiffres sont bien plus faibles que ceux obtenus en 1909, puisqu'à cette date-là la moyenne des titres inscrits sur chaque certificat était de 27.

Les derniers résultats connus pour cette Compagnie datent du 31 décembre 1909. Sur 100 obligations, 63 0/0 figurent sur des certificats comprenant de 1 à .

10 titres, 28 0/0 sur des certificats comprenant de 11 à 50 titres, 8,71 0/0 seulement sur des certificats comprenant plus de 50 titres.

Est. — Les obligations de cette Compagnie sont également détenus par la petite épargne. 77 0/0 de ces titres sont au nominatif. Les obligations 3 0/0 (anciennes et nouvelles) sont les plus répandues. Sur 4.422.805 obligations de cette espèce, émises jusqu'au 31 décembre 1917, 3.425.901 sont nominatives et sont inscrites sur 105.198 certificats, représentant une moyenne de 32 obligations, d'une valeur de 11.584 francs.

Pour les obligations 4 0/0, la moyenne est de 48 titres, représentant un capital de 19.200 francs; par contre, pour les obligations 2 1/2 0/0, la moyenne n'est que de 17 titres d'une valeur de 5.525 francs.

Nous constatons pour cette Compagnie une légère augmentation de titres inscrits sur chaque certificat, puisque la moyenne est passée de 1909 à 1917 de 30,92 à 32 obligations.

Midi. — Si l'on prend encore ici les obligations les plus répandues, le type 3 0/0, on constate que la diffusion n'est pas moins grande que pour les autres Compagnies, et qu'elle s'est accrue depuis 1900. Au 31 décembre 1917, le nombre de ces obligations est de 2.388.351, dont 68,20 0/0 sont nominatives. 49.203 certificats comportent une moyenne de titres de 28,10, représentant un capital de 9.805 francs.

Nord. — La statistique de la répartition des titres n'y est pas moins utile à connaître. Les petits souscripteurs détiennent la majeure partie des obligations. Sur 2.620.311 obligations en circulation à la fin de l'année 1917, 1.957.684 sont au nominatif et sont inscrites sur 74.232 certificats. La moyenne des obligations représentée par chacun d'eux est de 26,26, formant, au cours de cette époque, un capital de 8.644 francs.

Pour cette Compagnie, la moyenne est passée de 35,60 en 1900, à 32,59 en 1909 pour tomber en 1917 à 26,26. On doit donc en conclure que la diffusion des titres a augmenté.

Ouest. — Pour l'ancienne Compagnie de l'Ouest, dont l'Etat, depuis le rachat, assumé les charges financières au moyen d'annuités, la vérification de cette répartition est encore plus facile, puisqu'ici l'Etat connaît même le nombre des personnes à qui il paie les coupons de titre au porteur. Pour les obligations nominatives, au nombre de 3.325.888, elles sont représentées par 116.105 certificats, comportant une moyenne de 29 à 30 titres. Il faut donc reconnaître, contrairement à une opinion que la propagande socialiste s'efforce de répandre, que ce n'est nullement « une ploutocratie financière » qui détient les titres des compagnies de chemins de fer, mais que ceux-ci sont aux mains d'une « grande démocratie financière » qui ne possède, selon l'heureuse

expression de M. A. Neymarck, que de la « poussière de titres » et de la « poussière de revenus ».

Ce sont ces mêmes obligataires qui possèdent en même temps des rentes sur l'Etat, des obligations de la Ville de Paris, du Crédit Foncier. Ce sont eux qui, au cours de la guerre, ont apporté largement à l'Etat et aux Compagnies de chemins de fer, leurs modestes disponibilités. Ce sont « ces chemineaux de l'épargne » qui détiennent la partie la plus saine et la plus solide du portefeuille français.

DEUXIÈME PARTIE

L'emploi du capital-obligations des Compagnies de chemins de fer.

L'importance du capital-obligations établie, les modalités adoptées par les Compagnies pour attirer les souscripteurs, et l'élan avec lequel la toute petite épargne a répondu à leur appel, mis en évidence, il faut rechercher l'emploi qu'ont fait nos grands réseaux des dix-huit milliards que représentent à l'heure actuelle leurs titres d'emprunts.

Lorsqu'il s'est agi de déterminer le mode d'exécution de notre réseau national, le législateur avait à choisir entre la construction par les particuliers et l'exécution par l'Etat. Le premier système avait l'avantage d'exonérer le Trésor de toute charge dans l'établissement des chemins de fer, mais risquait d'en compromettre l'avenir, le crédit des sociétés concessionnaires n'étant pas à cette époque suffisamment fort pour résister aux crises économiques ou financières qui devaient se produire au cours de leur

existence. Le procédé de construction par l'Etat risquait de grever lourdement le budget et de porter atteinte à la solidité du crédit de l'Etat. Très sagement, le législateur s'est arrêté à un système prévoyant la coopération de l'Etat et de l'industrie privée. Comment les deux parties ont-elles assuré l'exécution des travaux qui leur incombent respectivement ? Avec quels capitaux les dépenses entraînées par la mise en œuvre des chemins de fer ont-elles été couvertes ? Tel sera l'objet de cette partie de notre étude. Examiner tour à tour les dépenses de construction incombant aux Compagnies ou à l'Etat, rechercher comment ces mêmes compagnies ont fait face à leurs besoins financiers, comparer le crédit de l'Etat et celui des Compagnies, tel sera le plan que nous suivrons.

CHAPITRE PREMIER

L'Emission des obligations et la construction du réseau ferré. — Dépenses incombant aux Compagnies.

La loi du 11 juin 1842, qui constitue la loi organique des chemins de fer, dans son article 2, dispose :

« L'exécution des grandes lignes de chemins de fer, définies par l'article précédent, aura lieu par le concours :

« De l'Etat, des départements traversés et des communes intéressées, de l'industrie privée, dans les proportions et suivant les formes établies par les articles ci-après : »

ART. 6. — « La voie de fer, y compris la fourniture du sable, le matériel et les frais d'exploitation; les frais d'entretien et de réparation du chemin et de ses dépendances et de son matériel resteront à la charge des Compagnies auxquelles l'exploitation du chemin sera donné à bail... »

Ce sont à peu près ces mêmes dispositions que

l'on retrouve dans les contrats ultérieurs et notamment dans le cahier des charges supplémentaires annexé aux conventions de 1859, 1863, 1868. « L'Etat doit livrer les terrains, terrassements et ouvrages d'art, ainsi que les maisons de garde de passages à niveau (1). » « La Compagnie exécutera à ses frais les travaux de toute nature relatifs à l'établissement des gares, stations et ateliers, sauf toutefois les terrassements et les travaux d'art qui lui seront livrés par l'Etat. Elle fournira et posera, à ses frais, le ballast, la voie de fer et tous les accessoires. Elle fournira les machines... et en général tout le matériel de transport, de déchargement ou de chargement nécessaires à l'exploitation; elle établira à ses frais les clôtures nécessaires pour séparer le chemin de fer, etc... » En un mot, l'infrastructure est à la charge de l'Etat, tandis que la superstructure incombe aux Compagnies. Telles sont les modalités qui ont réglé la construction des voies jusqu'en 1883.

A cette date, un nouveau régime de participation de l'Etat et des Compagnies pour la construction des lignes nouvelles, prévues par le programme Freycinet, est instauré. Seule des conventions intervenues en 1883, celle passée avec la Compagnie du Midi et approuvée par la loi du 20 novembre 1883, a maintenu les dispositions du cahier des charges sup-

1. Picard, *op. cit.*, déjà cité, t. II, page 233.

plémentaires de 1859, 1863, 1868. Pour les autres réseaux, en signant les conventions de 1883, les Compagnies se sont engagées à exécuter la construction et l'exploitation de 9.800 kilomètres de voies nouvelles. Mais, tandis que sous le régime des conventions précédentes, elles supportaient l'aléa de la construction, puisque la participation de l'Etat était fixée à une somme forfaitaire équivalente en principe à l'infrastructure, sous le régime des conventions de 1883, c'est la participation des Compagnies qui est fixe, tandis que les risques restent à la charge de l'Etat. La quote-part des réseaux est limitée à 25.000 francs par kilomètre. Ils doivent, en outre, fournir le matériel roulant évalué également comme équivalent à une dépense de 25.000 francs par kilomètre. Les rôles sont donc renversés. En 1859, la situation financière dans laquelle se trouvent les concessionnaires de chemins de fer à la suite de la crise économique de 1857 exige les secours de l'Etat, qui, en retour de la garantie d'intérêt qu'il leur accorde, leur impose des charges nouvelles. En 1883, le Gouvernement se trouve débordé par les exigences financières du plan de grands travaux publics décidés en 1878. De grandes difficultés budgétaires l'assailent, tandis que les Compagnies de chemins de fer sont entrées dans une ère de complète prospérité. Des négociations s'engagent : l'Etat accepte la suppression de la distinction entre l'ancien et le nouveau réseau

établie en 1859, et par suite l'extension de la garantie d'intérêt à toutes les lignes, et en compensation, les Compagnies acceptent de se charger d'une partie des frais de construction des lignes du Grand Programme.

Comment donc financièrement les Compagnies ont-elles fait face aux charges qui leur incombaient sous ces divers régimes ? C'est ce que va nous révéler l'examen des bilans des Compagnies. Les charges imposées aux sociétés concessionnaires par les diverses conventions constituent dans le bilan le chapitre des dépenses du compte de premier établissement, les recettes étant représentées par le montant du fonds social et les emprunts réalisés. L'achat du matériel et de l'outillage figure également au chapitre dépenses de ce compte. Il semble qu'il y ait là une anomalie. Il paraît surprenant, en effet, que l'achat de locomotives, fourgons, wagons de toutes sortes, ou même du matériel de l'approvisionnement figure à cette rubrique. Toutes ces charges paraissent relever du compte d'exploitation. En réalité, c'est bien sur ce compte que pèsent, en définitive, ces dépenses. Si les dépenses faites et l'emprunt contracté pour les couvrir figurent au compte de premier établissement, les charges de l'emprunt retombent directement sur le compte d'exploitation avant toute distribution de dividendes. C'est en somme un procédé de stabilisation des charges. Un important achat

de matériel fait en 1920, par exemple, aurait mis en déficit considérable la gestion de cette année-là. En portant cette dépense au compte de premier établissement, on répartit les charges sur plusieurs gestions. Il est évident qu'il n'y a là qu'une raison de comptabilité, une méthode apportant plus de clarté dans les comptes des Compagnies.

Cette remarque faite, examinons quelles ont été les dépenses de premier établissement des divers réseaux, et en mettant en regard le montant du capital-obligations réalisé à cette date, nous pourrons en conclure que c'est bien par des emprunts que les Compagnies ont financé les travaux qui leur incombaient. En 1851, les dépenses d'établissement des six grands réseaux étaient de 887.209.087 francs, elles atteignaient le chiffre de 790.227.827 francs en 1860 et celui de 7.826.350.683 francs en 1877. Or, à la même date, le capital-obligations était légèrement supérieur à 8 milliards. En 1885, les Compagnies ont émis pour 284 millions d'obligations et leurs dépenses pour la construction des lignes nouvelles ou l'achat du matériel a été de 227.400.000 francs. Enfin, au 31 décembre 1913, le compte d'établissement des différentes Compagnies s'établissait de la manière suivante :

Ancienne C ^{ie} de l'Ouest (rachetée)	2.076.246 281	francs
Nord	—	2.006.851.000 —
Est	—	1.837.859 852 —
Orléans	—	2.237.568.100 —
P.-L.-M.	—	4.314 852.510 —
Midi	—	1.185.710.354 —

représentant au total une somme de 13 milliards 660.098.087 francs, qui incombait totalement aux Compagnies. Le montant des émissions d'obligations s'élevait à cette même date à 16.490.602.669 francs, représenté par 46.241.825 titres. On constate donc un parallélisme étroit entre la croissance du nombre des obligations et l'augmentation des dépenses de premier établissement. Développer le réseau de chemins de fer français, c'était répondre aux besoins du commerce et de l'industrie, des particuliers et de l'Etat lui-même, l'épargne française en prêtant largement aux Compagnies sous forme d'obligations, a largement contribué à l'expansion économique du pays. Le capital-actions a pu suffire à poser les premières assises de l'œuvre des chemins de fer, il restait à l'amplifier, à la mener à bonne fin, c'était l'œuvre du capital-obligations. C'est là l'idée qu'exprimait le Président du Conseil d'administration de la Compagnie de l'Est, lorsqu'il disait : « La destination du produit net, c'est de rémunérer les capitaux : Or, aucun de vous n'ignore quelle est la place énorme que les obligations tiennent dans la constitution des capitaux qui ont servi à créer les grands

réseaux français. Aussi, le réseau de l'Est, avec ses voies, ses gares, ses ouvrages d'art, ses bâtiments, son immense matériel roulant, à la fin de l'exercice 1911, représente tout près de deux milliards et demi. Or, sur ces deux milliards et demi, 2.200 millions ont été fournis par les obligations (1). » Les Compagnies ont encore une énorme tâche à accomplir, tant par suite de voies nouvelles à construire que des modifications nécessitées par l'intensification du trafic. C'est la question des travaux complémentaires. Il est évident que c'est au moyen d'emprunts, par des émissions d'obligations, que les Compagnies se procureront tous les fonds nécessaires pour y faire face.

1. Rapport de 1912.

CHAPITRE II

L'Émission des obligations et la construction du réseau ferré. — Dépenses incombant à l'Etat

Le rôle économique des obligations ne se borne pas à l'emploi qu'en ont fait les Compagnies pour couvrir les dépenses de construction à leur charge, mais s'étend aussi à la partie des dépenses de construction qui incombait à l'Etat sous les divers régimes qu'ont établis les différentes conventions intervenus entre eux. Mais tandis que leur emploi par les Compagnies a un caractère purement économique lorsqu'il s'agit d'obligations émises pour le compte de l'Etat, leur emploi présente un double caractère, il est à la fois économique et financier.

La loi de 1842 et les conventions annexées postérieurement aux conventions de 1859 avaient réservé à l'Etat l'infrastructure des voies, c'est-à-dire l'acquisition des terrains, les terrassements, les ouvrages d'art à effectuer, les maisons de garde à construire, les passages à niveau, etc...

Comment, sous ce régime, l'Etat a-t-il exécuté les

travaux ? Quelles sont les ressources qu'il y a affectées ? Telles sont les deux questions qui se posent.

Tantôt l'Etat exécutait lui-même les travaux, et livrait la ligne toute prête aux Compagnies — tel est le cas de la ligne de Nîmes à Montpellier — tantôt laissait le soin d'exécuter les travaux à la Compagnie concessionnaire. C'est d'ailleurs ce deuxième procédé qui a été le plus souvent adopté. Dans ce cas, le Trésor versait une subvention équivalente, après évaluation, aux frais de l'infrastructure pour le tracé le plus court. C'est ainsi que le 4 juin 1872, le ministre des Travaux publics présenta un projet de loi (*J. O.*, 10 juin 1872) tendant à l'adjudication de la ligne de Tours à Montluçon, dont la longueur pouvait varier de 191 à 212 kilomètres suivant le tracé à adopter entre Chartres et Montluçon. Le maximum de la subvention était fixé à quatorze millions.

Comment l'Etat finançait-il ses travaux, comment et avec quelles ressources payait-il les subventions allouées ? Les dépenses à la charge de l'Etat n'ont pas été couvertes uniquement au moyen des ressources directes du budget. C'est ainsi que, d'après une étude très soignée de M. Burdeau, ancien ministre des Finances, les dépenses couvertes au moyen de ressources directes du budget s'élevaient au 1^{er} janvier 1894 à deux milliards 900 millions, alors qu'à cette même date les dépenses globales de l'Etat

sur les lignes en exploitation ou en construction des six grands réseaux atteignaient trois milliards et demi. Très souvent l'Etat, tout en exécutant lui-même les travaux d'infrastructure, s'est fait avancer par la Compagnie les sommes nécessaires pour faire face aux dépenses. Pareille stipulation se trouve dans le cahier des charges approuvé par la loi du 13 mai 1851 et relatif à la concession du chemin de fer de Versailles à Rennes; dans les conventions du 31 mai-18 juillet 1865 avec la Compagnie de l'Ouest, du 26 juillet 1868 avec la Compagnie d'Orléans, du 10 août 1868 avec la Compagnie du Midi; dans la loi du 23 mai 1874 pour le réseau du P.-L.-M. et du Midi, dans les conventions du 14 décembre 1875 avec cette dernière Compagnie. Or, les Compagnies n'ont pu se procurer l'argent nécessaire qu'en émettant des obligations. Pour le remboursement, l'Etat s'était réservé le droit de l'effectuer en seize termes semestriels égaux ou de convertir sa dette en annuités, comprenant l'intérêt et l'amortissement au taux de 4 1/2 0/0 et payables par termes semestriels dont le dernier échéant le 1^{er} juin 1857.

Dans le cas où l'Etat n'exécutait pas lui-même les travaux, et versait à la société concessionnaire d'une ligne une subvention représentative de la dépense lui incombant dans la construction, des stipulations semblables lui avaient réservé le droit, soit de l'ac-

quitter en seize termes semestriels, soit de la convertir en quatre-vingt-dix annuités, représentant au taux de 4 1/2 0/0 l'intérêt et l'amortissement du montant de ladite subvention. Dans la suite, l'annuité fut fixée d'après le prix moyen de négociation de l'ensemble des obligations émises par la Compagnie dans le courant de l'exercice.

Les conventions de 1859, en échange de la garantie d'intérêt qu'elles accordaient aux Compagnies, avaient déchargé l'Etat d'une partie des frais de construction. Les conventions de 1883, au contraire, aggravent les charges de l'Etat pour la construction des lignes nouvelles. Les rôles sont intervertis. En 1852, l'Etat va au secours des Compagnies menacées dans leur existence à la suite de la crise de 1857. En 1883, les Compagnies, en pleine prospérité, consentent à assurer une partie du grand programme de travaux publics élaboré par M. de Freycinet.

L'Etat doit supporter toutes les dépenses, aussi bien d'infrastructure que de superstructure, sauf déduction d'une contribution fixe laissée à la charge des Compagnies et s'élevant à une somme de 25.000 fr. par kilomètre.

Mais, tandis que sous le régime précédent, l'Etat assurait le paiement des travaux à sa charge, soit par des crédits budgétaires, soit par des avances faites par les Compagnies, sous le régime instauré par les nouvelles conventions, l'avance des capitaux

par les Compagnies constitue le mode de paiement normal des dépenses de l'Etat. C'est ce qui résulte des textes des différentes conventions. Les Compagnies font les avances nécessaires à l'exécution des travaux qui restent à la charge de l'Etat et en sont remboursées comme l'indiquent les stipulations suivantes :

Nord. — « La Compagnie fera à cet effet les avances nécessaires » (art. 6 de la convention).

Mêmes dispositions et rédaction à peu près identique en ce qui concerne les autres Compagnies. Celles-ci, pour se procurer les fonds nécessaires, doivent émettre des obligations. Or, les conventions stipulent le mode de remboursement.

« La Compagnie sera remboursée de ses avances, qui dépasseraient le fonds de concours de 90 millions, par le paiement annuel qui lui sera fait par l'Etat de l'intérêt et de l'amortissement des emprunts effectués par elle, pour subvenir aux dépenses faites en conformité de l'art. 6 (convention avec la Compagnie du Nord). Le montant de cette annuité sera réglé au 31 décembre et la Compagnie aura droit, sans qu'il soit besoin d'en faire la demande, aux intérêts, au taux effectif de l'emprunt, du montant de l'annuité depuis le 1^{er} janvier jusqu'au jour où elle aura été effectivement soldée, si ce paiement n'a pas été fait dans le courant janvier.

« En outre de cette annuité, l'Etat remboursera

les frais du service des obligations émises par elle pour créer les ressources nécessaires à la construction des lignes concédées par la présente convention; ces frais seront abonnés à dix centimes par obligation en circulation et par an. »

Le capital-obligations a donc bien à lui seul supporté la majeure partie des dépenses de construction à la charge tant des réseaux que de l'Etat. Pour les obligations émises pour le compte du Trésor, on peut se rendre compte de leur importance en étudiant, dans le budget, les charges d'intérêt et d'amortissement qui lui incombent du fait des avances des Compagnies, car elles font l'objet de crédits spéciaux et distincts. Les annuités dues, par exemple, par application des conventions antérieures à 1883 figurent dans deux chapitres. L'un est inscrit au budget du ministère des Finances, et contient les annuités définitivement réglées, qui ne varieront plus jusqu'en fin de concession; l'autre chapitre comprend les annuités en voie de règlement et principalement les annuités provisoires dues pour les lignes dont les voies ont été doublées sur réquisition du ministre de la Guerre. Les avances faites par les Compagnies en vertu des conventions de 1883 étaient, en 1894, de 1,186 millions. L'annuité payée par l'Etat à cette même date était de 25 millions, représentative d'un capital de 618 millions. Les 586 millions supplémentaires provenaient du remboursement d'une par-

tie de la dette de garantie des Compagnies. A ce même moment, les dépenses restant à faire pour achever le réseau concédé en 1883 étaient évaluées à 1.200 millions, dont moins de 300 à la charge des Compagnies. C'était donc près d'un milliard que celles-ci devaient avancer à l'Etat, et on estimait que l'annuité à verser par l'Etat serait à la fin des travaux de quarante millions, en supposant que le taux de l'intérêt et de l'amortissement reste voisin de 4 0/0. Il fallait donc admettre que le loyer de l'argent continuerait à baisser, puisque les charges d'amortissement augmentent à mesure que l'on s'approche du terme des concessions. Les événements qui ont suivi infirment cette évaluation et il est probable que l'annuité à payer par l'Etat vers 1950 sera bien supérieure à 40 millions.

L'article 11 du projet de loi en date du 17 mai 1920 portant réorganisation des dépenses de construction des lignes nouvelles décide qu'elles « seront à la charge de l'Etat pour 4/5 et du réseau intéressé pour 1/5 seulement », et il ajoute que « l'Etat pourra demander au réseau de lui faire l'avance des fonds nécessaires à la construction des lignes ». Comme vraisemblablement ce cas sera le plus ordinaire, les réseaux seront ainsi interposés entre l'Etat et les souscripteurs des emprunts destinés aux chemins de fer.

« La situation d'avant-guerre est donc perpétuée sans changement extérieur : ce système a bien fait

ses preuves, les réseaux sont outillés pour assurer, conformément aux habitudes du public, tous les services des emprunts; l'art. 11 ménage des traditions bien établies, recommandées par des coutumes sûres, conformes à l'intérêt public (1). » Par conséquent, le projet du 17 mai 1920, tout en modifiant les conventions de 1883, dans leur partie relative à la quote-part de l'Etat et des Compagnies dans les dépenses de construction, laisse subsister les moyens par lesquels l'Etat pourra opérer le paiement de celles qui lui incombent, c'est-à-dire en recourant aux avances des Compagnies. !

A côté du caractère purement économique que présente leur emploi à la construction des voies, les obligations de chemins de fer ont également un rôle financier. Dans le cas d'émission faite pour le compte de l'Etat, elles évitent à celui-ci de charger outre mesure le marché des rentes, au risque d'en alourdir le cours. Reste à savoir si l'Etat n'aurait pas intérêt à courir ce risque, si son crédit ne lui permettrait pas d'emprunter à un taux plus avantageux.

I. Rapport de M. Lorin.

CHAPITRE III

Le Crédit de l'Etat et le Crédit des Compagnies

Les avances faites par les grands réseaux de chemins de fer à l'Etat, ces émissions d'obligations que l'on pourrait, semble-t-il, qualifier d'emprunts d'Etat déguisés, posent naturellement la question du crédit de l'Etat et de celui des Compagnies. Le crédit des Compagnies est-il ou non indépendant de la garantie d'intérêt ? L'Etat aurait-il eu intérêt à emprunter lui-même les sommes dont il avait besoin pour sa participation à la grande œuvre des chemins de fer ? Les emprunts des grandes Compagnies sont-ils plus ou moins onéreux que ceux de l'Etat ? Tels sont les problèmes qui se posent lorsqu'on veut étudier ces crédits.

Pour le premier point qui nous occupe, les Compagnies ont de tout temps soutenu que leur crédit était tout à fait spécial et distinct de celui de l'Etat, que le Grand-Livre des obligations de chemins de fer prêtait un utile appui au Grand-Livre de la dette publique et que ces deux livres ne sauraient être

confondus sans porter atteinte au crédit de l'Etat. Cette thèse, soutenue avec beaucoup de talent et d'autorité au Sénat en 1877-1878, fut non moins brillamment défendue lors de la discussion du budget de l'exercice 1883. La question est plus complexe qu'elle ne le paraît, et il nous semble fort difficile de démêler dans l'engouement du public souscripteur la part des divers éléments sur lesquels il basait sa confiance.

Sans nier, en effet, que les Compagnies ont un crédit, pour ainsi dire, individuel, on doit reconnaître qu'elles ont largement bénéficié de l'intervention de l'Etat sous toutes ses formes. Il est incontestable que, « livrées à elles-mêmes, les Compagnies auraient subi des crises redoutables, tandis qu'en assurant un minimum d'intérêt à une forte part des obligations, en faisant de ces titres du papier à deux signatures, en leur donnant l'estampille la plus sûre et la plus respectée, l'Etat leur a, en quelque sorte, attribué le caractère de titres de rente d'une nature spéciale » (1). D'ailleurs, l'inquiétude manifestée par les porteurs d'obligations des Compagnies du Nord et du P.-L.-M. aux approches de 1914, date d'expiration de la durée de la garantie d'intérêt pour ces deux réseaux, est une preuve suffisante du rôle que joue cette garantie dans la négociation des obligations de chemins de fer. Il est donc juste de dire que la soli-

1. Picard. *Traité des chemins de fer*, t. I, p. 517.

darité de crédit, qui existe entre l'Etat et les Compagnies d'intérêt général, depuis 1859, s'est accentuée avec le temps et que l'assimilation des obligations de chemins de fer à la rente est allée en progressant, sans toutefois donner lieu à confusion, le public ne traitant pas sur le pied d'égalité les emprunts d'Etat et ceux des Compagnies.

Dans circonstances normales, en effet, le crédit de l'Etat est supérieur à celui des Compagnies. Cela n'a rien d'étonnant. L'Etat, le Gouvernement emprunteur n'a-t-il pas derrière lui toute la nation ? Les garanties qu'il offre à ses souscripteurs sont plus nombreuses que celles qu'apportent les Compagnies aux leurs. Or, l'argent va là où, à revenu à peu près égal, les risques sont moindres. Par contre, dans circonstances exceptionnelles, le crédit des Compagnies est moins affecté que celui de l'Etat. C'est ce qui s'est passé en 1870-1871. La situation difficile dans laquelle se trouvait la France a eu une répercussion inévitable sur le crédit des sociétés de chemins de fer, mais il est un fait certain, c'est que les obligations de ces Compagnies, bien qu'entraînées dans le mouvement de dépression qui atteignaient toutes les valeurs ont été malgré tout moins profondément atteintes que la rente.

Donc, en résumé, point d'indépendance, mais solidarité étroite sans pour cela entraîner une identité absolue.

Quant au point de savoir si l'Etat aurait intérêt à emprunter à la place des Compagnies, on est tenté de répondre affirmativement. On se représente, en effet, l'Etat, c'est-à-dire la communauté, émettant, grâce à ses puissantes garanties, ses titres d'emprunts à un taux supérieur à celui des Compagnies, avec promesse d'un intérêt, sinon moindre, du moins tout au plus égal. Ainsi envisagé en lui-même, l'emprunt fait par l'Etat coûterait moins cher que celui fait par les Compagnies et serait d'un rapport supérieur. C'est là d'ailleurs l'argument que faisait valoir l'opposition, au moment de la discussion des conventions de 1859 au Parlement. L'argent, disait-elle, coûte moins cher à l'Etat qu'aux Compagnies, puisqu'en effet celles-ci se trouvent forcées d'émettre à 300 francs leurs obligations 3 0/0 dont la valeur nominale est de 500 francs, tandis que l'Etat place la rente au taux de 4 3/4 0/0. Les Compagnies vendant au prix de 300 francs leurs obligations de 500 francs rapportant 15 francs par année, elles empruntent au taux de 5 0/0.

A la réflexion, ces arguments perdent notablement de leur valeur. Si l'on observe les conséquences de l'émission, on ne saurait être aussi catégorique. Les charges de la dette publique, déjà considérables avant la guerre, se sont accrues depuis dans d'énormes proportions. Si l'Etat avait donc dû lui-même emprunter les milliards nécessaires à la construction

des voies ferrées, s'il avait substitué son crédit à celui des Compagnies, celui-ci en aurait souffert et il aurait dû émettre la rente à des cours plus bas et servir par suite un intérêt plus élevé. Il est d'ailleurs impossible de supputer la dépréciation qu'aurait subi ou que subiraient les emprunts d'Etat, si ce dernier avait émis les obligations de chemins de fer, et de savoir si, au total, il en serait résulté une perte pour la Nation.

On peut donc dire avec M. A. Picard : « Notre impression est, qu'avant 1870, l'avantage eut été certain, grâce à la situation du crédit de l'Etat et à l'écart notable qui séparait le taux de ses emprunts de celui des émissions faites par les Compagnies. Après 1870, au contraire, le fait inverse se serait produit... (1) » Concluons donc en disant que si le système adopté pour l'émission des emprunts représentant la contribution de l'Etat à la construction du réseau français n'est pas parfait, les résultats qu'il a donnés sont assez appréciables pour que nous ne l'oublions pas, surtout en présence des charges énormes que la guerre a fait peser sur le crédit de l'Etat.

Il nous reste donc à examiner le taux des emprunts des Compagnies et celui de la rente aux différentes époques de l'histoire des chemins de fer et nous aurons ainsi la réponse à la question posée plus haut :

1. Picard, *op. cit.*, t. II, p. 524.

à savoir si les emprunts des Compagnies ont été plus ou moins onéreux que ceux de l'Etat.

Jusqu'en 1870, le crédit des sociétés concessionnaires de chemins de fer était notablement inférieur à celui de l'Etat. Ainsi, en 1859, l'emprunt d'Etat est à 4,96 0/0 et celui de la Compagnie P.-L.-M. à 5,46 0/0, donc un écart de 0 fr. 50 0/0. En 1866, pour la même Compagnie, l'écart était de 0 fr. 60 0/0.

Après 1870, les obligations de chemins de fer ont pris le dessus. La guerre a atteint moins profondément leur crédit. Ainsi, en 1872, alors que l'emprunt d'Etat était émis au taux de 5,92 0/0, la Compagnie P.-L.-M. émettait des obligations à 5,46 0/0, donc à 0,50 0/0 de différence. Mais l'équilibre des Finances publiques est vite revenu, et avec lui l'avantage a été rendu au crédit de l'Etat. Dès 1878, l'émission de la rente 3 0/0 amortissable a pu se faire à 0,40 0/0 de moins que celle des obligations de chemins de fer (rente 3,98 0/0, oblig. P.-L.-M. 4,39 0/0). En 1882, malgré un recul du crédit de l'Etat, l'écart entre le taux d'intérêt des deux titres était encore de 0,10 0/0 en faveur de l'Etat (P.-L.-M. 3,90, Etat 3,81) (1).

De 1883 à 1898, le taux d'intérêt de la rente diminue, accusant en 1893 une baisse de 0,73 0/0, pendant que le taux moyen des obligations de che-

1. Chiffres donnés par M. A. Picard dans *T. des ch. de fer*, t. I, p. 506.

mins de fer passait dans la même période de 4,15 à 3,11, accusant une baisse de 1,04 0/0. On constate que les deux taux ont une tendance à se rapprocher. C'est ce qui ressort très exactement du tableau ci-dessous (1).

Valeurs	Taux d'intérêts de 1883 à 1898									
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Rentes 3 o/o....	3,82	3,17	3,16	3,10	2,98	2,95	2,94	2,89	2,91	
Oblig. de chemins de fer..	4,15	3,37	3,25	3,24	3,22	3,16	3,15	3,11	3,13	
Années.....	1883	1891	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898	

Tandis que le cours du 3 0/0 passait de 102 fr. 45 en février 1901 à 96 fr. 20 en décembre 1907, pour remonter ensuite en décembre 1909 à 99 fr. 25, les obligations de chemins de fer voient également leur cours baisser.

La conséquence, c'est qu'avec des cours bas, les émissions se font à des taux peu élevés et les charges d'intérêt vont en augmentant. C'est ce qui s'est produit, tandis qu'en 1910 le crédit de l'Etat restait ce qu'il était en 1898, celui des Compagnies marquait un léger affaissement.

Les événements qui se sont déroulés depuis 1914 ont vérifié une fois de plus la constatation que nous avions faite au sujet de la guerre de 1870-1871 : à savoir qu'en période de crise le crédit des Compa-

1. Kaufmann (de), *la Politique française en matière de chemins de fer*, p. 660.

gnies était supérieur à celui de l'Etat. Et pourtant, que de destructions sur deux de nos plus grands réseaux ! Le taux effectif d'intérêt des différents emprunts lancés par l'Etat au cours de la guerre et depuis la conclusion de la paix s'établit ainsi qu'il suit :

emprunt	5 0/0 1915	taux effectif d'intérêt	5,88 0/0
—	5 0/0 1916	—	5,85 0/0
—	4 0/0 1917	—	5,96 0/0
—	4 0/0 1918	—	5,81 0/0
—	5 0/0 1920	—	5,68 0/0
—	6 0/0 1920	—	6,07 0/0

Or, en 1915, la Compagnie du Nord dont le réseau était pourtant bien atteint et dont la majeure partie se trouvait occupée par les armées allemandes, pouvait émettre des obligations au taux moyen d'intérêt (prime de remboursement comprise mais non l'amortissement) de 5,82 0/0. En 1916, la Compagnie P.-L.-M. émettait 7.374 obligations 2 1/2 0/0, 187.770 obligations 3 0/0 (jouissance janvier-juillet), 124.268 obligations 3 0/0 (jouissance avril-octobre), et 18.794 obligations 4 0/0. Le prix net d'émission, déduction faite des intérêts courus au jour de la vente, fait ressortir ces titres respectueusement aux prix de 301 fr. 55, 329 fr. 39, 328 fr. 52, 508 fr. 78.

Au prix moyen de l'ensemble de ces émissions correspond une charge annuelle, frais accessoires compris, de 6,57 0/0 et déduction faite de l'amortis-

tissement et des frais accessoires, un taux effectif d'intérêt de 5,85 0/0, donc tout au plus égal à celui de la rente à cette même date. Or, l'historique des émissions d'obligations des grandes Compagnies fait ressortir ce fait que le taux effectif d'intérêt payé par le P.-L.-M. est toujours légèrement supérieur à celui des autres réseaux. Cette constatation faite pour les emprunts lancés par cette Compagnie avant 1914 acquiert une particulière consistance du fait de l'expiration de la durée de la garantie d'intérêt. C'est pour ce motif d'ailleurs que nous nous sommes borné à comparer le taux d'intérêt des obligations de cette Compagnie et de celles du réseau du Nord, puisque de la prédominance des titres d'emprunts de ces sociétés sur la rente doit en résulter à plus forte raison celles des obligations des autres Compagnies qui jouissent encore du bénéfice de la garantie d'intérêt.

La conclusion qui s'impose à la suite de tous ces développements, c'est que l'Etat n'aurait eu aucun avantage à se charger d'emprunter à la place des Compagnies. Le peu de différence d'intérêt en période normale est compensé par la supériorité du crédit des Compagnies en période de crise, et les dépenses auxquelles le Gouvernement a dû faire face au cours de ces dernières années étaient bien trop considérables pour qu'il assume aussi les emprunts des réseaux. Le rapporteur de la loi relative aux

conventions de 1883 avait vu juste, lorsqu'il disait que l'avance faite à l'Etat par les Compagnies des sommes nécessaires à l'exécution des travaux était conforme à l'intérêt public. Et il ajoutait que « des emprunts d'Etat, prévus à l'avance, pouvaient exercer une influence fâcheuse sur le marché; que l'échec de ces emprunts serait désastreux; qu'au contraire, l'insuccès d'une émission faite par une Compagnie serait, en quelque sorte, sans gravité ».

CHAPITRE IV

L'émission des obligations et les besoins financiers des Compagnies de Chemins de fer

Après la constitution des grands réseaux, les Compagnies qui en étaient concessionnaires n'eurent qu'un but : racheter les lignes secondaires qui constituaient des enclaves dangereuses et gênantes. Les Compagnies auraient pu décider que les concessionnaires de ces lignes deviendraient actionnaires des grands réseaux. Mais cette solution aurait eu pour résultat, en augmentant le nombre de participants aux bénéfices de l'exploitation, de diminuer le dividende attribué à chaque action ; aussi fut-elle écartée. D'autre part, les charges financières des Compagnies d'intérêt général pour l'exécution des nouvelles voies étaient suffisantes sans risquer de faire de nouveaux appels à l'épargne, à une époque où celle-ci était encore hésitante. Aussi adoptèrent-elles un procédé différent : Elles émirent bien des obligations, mais firent des actionnaires des Compagnies rachetées les sous-

cripteurs de ces obligations. C'est ainsi que le Nord a émis 75.000 obligations en échange des actions de la Compagnie d'Amiens à Boulogne, représentant un capital de 37.500.000 francs, et 22.000 obligations en remplacement des 8.000 actions de la Compagnie de Lille à Béthune, soit un capital de 3 millions 900.323 francs. Au moment où la Compagnie de l'Est concluait le rachat du chemin de fer de Blesme à Saint-Dizier, elle décidait également que 16.000 obligations seraient émises et données en échanges des actions de cette Société. Elle adoptait la même solution pour la voie ferrée de Bâle à Strasbourg et celle de Mulhouse à Thann. La Compagnie P.-L.-M. a également usé de ce système en émettant 182.332 obligations de rachat d'une valeur de 63 millions 422.000 francs. Par ce moyen, les grandes Compagnies se sont incorporé des lignes dont le paiement immédiat eut grevé lourdement leur budget, et elles ont acquis avec les anciens actionnaires une nouvelle clientèle obligataire. «

Cette fonction exclusivement financière des obligations de chemins de fer se révèle aussi dans les différentes conventions intervenues entre les diverses Compagnies et l'Etat pour le paiement des sommes dues par le Trésor au titre de la garantie d'intérêt pour les années 1871-1872. Des conventions ont été conclues, en effet, le 15 juillet 1872, avec la Compagnie d'Orléans et du P.-L.-M., le 28 du même

mois avec la Compagnie du Midi, et le 6 décembre 1872 avec l'Est pour transformer en annuités les sommes dues pour les exercices 1871-1872, en ce qui concerne l'Est, l'Orléans et le P.-L.-M., et pour l'année 1872 seulement en ce qui concerne le Midi, ce dernier réseau n'ayant pas eu d'insuffisance à couvrir pour l'année précédente. Voici, d'ailleurs, d'après M. A. Picard, le montant du capital-garantie et les annuités dues pour cette période (1) :

Compagnies	Années de garantie	Avances en capital	Annuités	Observations
		fr. c.	fr. c.	
Est.....	Garantie de 1871	10.239.425,01		Annuités payables pour terme semestriels dont le dernier échet le 1 ^{er} juillet 1954
—	— 1872	1.784.846,85	724.658,33	
Orléans.....	— 1871	7.710.144,07		Id.
—	— 1872	9.973.645,36	1.075.999,52	1 ^{er} juillet 1951
P.-L.-M.....	— 1871	2.533.215,55		Annuité payable en un seul terme jusqu'en 1958
(Rhône au Mt-Cenis)	— 1872	2.499.723,51	302.221,04	
Midi.....	— 1872	5.602.359,28	341.371,40	Deux termes 1 ^{er} juillet 1957
	Totaux	40.343.359,63	2.444.250,09	

Par ces conventions, les Compagnies se sont engagées à réaliser au moyen de l'émission d'obligations les sommes que l'Etat avait à leur payer. De son côté, l'Etat a contracté l'engagement de verser chaque an-

née aux Compagnies l'intérêt et l'amortissement, ainsi que les droits de timbres et autres frais afférents à ces titres. Ces charges sont calculées d'après le taux moyen de négociation au cours d'une période donnée, déduction faite de l'intérêt couru au jour de la vente. La somme en capital due à chaque Compagnie figure dans le bilan au compte de premier établissement. Pour l'Est, il fait l'objet d'un chapitre spécial intitulé : « Avances de garantie des exercices 1871 et 1872 ».

La loi du 28 décembre 1911 relative à la rétroactivité des agents constitue un autre exemple du rôle exclusivement financier que tendent à jouer les obligations. L'article 2 de cette loi décide que : « pour se procurer les fonds nécessaires au supplément des charges en capital, résultant de l'application de la présente loi, les Compagnies de chemins de fer recourront à des émissions d'obligations... » Nous verrons plus loin quelle a été la répercussion de cette loi sur la situation financière des Compagnies et par suite sur le cours de ces titres. Contentons-nous d'indiquer ici le montant des obligations et des sommes dues de ce chef au 31 décembre 1913 par la Compagnie d'Orléans et au 31 décembre 1917 par la Compagnie de l'Est et du P.-L.-M. Dans le rapport présenté en 1914 à l'Assemblée générale des actionnaires, on trouve mention « des dépenses pour les pensions liquidées en 1913 et pour la révision des liquidations

effectuées en 1911 », dont le montant s'élevant à 2.973.475 francs « a été couvert par une émission d'obligations ». Au 31 décembre 1917, le capital-obligations émis par la Compagnie de l'Est pour couvrir les charges résultant de la loi sur la rétroactivité des retraites était de 1.468.771 fr. 13, et le bilan de 1918 de la Compagnie P.-L.-M. mentionne aussi une somme de 1.108.110 fr. 78, représentant les ressources affectées en 1917 à la constitution du capital des pensions de rétroactivité.

Dans le cas où les résultats du compte d'exploitation sont insuffisants pour couvrir les charges effectives des Compagnies et pour payer les dividendes garantis ou réservés, les Compagnies ont le droit de faire appel, jusqu'à concurrence de ces sommes, à la garantie de l'Etat sous forme d'avances productives d'intérêts. Ce droit des Compagnies fixé par diverses conventions diffère, selon le cas, dans son étendue et sa durée. Une loi et des décrets du 11 juin 1859 en fixèrent la durée à cinquante années à compter de 1864 pour l'Est et de 1865 pour les autres Compagnies. Cette garantie ne jouait, d'après ces conventions, que pour le nouveau réseau. Dans la suite, d'autres conventions et notamment celles de 1883 réglèrent définitivement cette question.

Les conventions de 1883 étendirent en effet la garantie à l'ancien réseau, sauf pour le Nord et le P.-L.-M., pour lesquels l'art. 11 des deux conventions

a maintenu la spécialisation de cette garantie au nouveau réseau. Pour ces deux Compagnies, la garantie n'est donc que partielle et limitée au nouveau réseau, tel qu'il était constitué en 1883.

La durée de la garantie y fut également réglée. Elle a été limitée au 31 décembre 1934 pour l'Est. Pour le Midi et l'Orléans, l'interprétation des conventions a donné lieu à des difficultés, définitivement tranchées en faveur des Compagnies par l'arrêt du Conseil d'Etat en date du 26 juillet 1912 décidant qu'elle fonctionnera jusqu'au 31 décembre 1856 et au 31 décembre 1860, dates respectives d'expiration des concessions pour ces deux Compagnies. La situation du Nord et du P.-L.-M. était bien différente. Les conventions de 1883 ne mentionnent en ce qui les concerne aucune date, mais comme elles n'ont point supprimé la date primitivement assignée par les conventions de 1859, c'est cette limite qui devait être maintenue. Dès lors, la garantie d'intérêt devait cesser pour ces deux réseaux le 31 décembre 1914. C'est ce qui s'est produit.

A condition de grever lourdement leur compte de garantie, les Compagnies de l'Est, de l'Orléans et du Midi pouvaient envisager sans crainte les déficits qu'allait causer la guerre dans leur compte d'exploitation. Bien différente était la situation du P.-L.-M. et du Nord. Leur garantie expirait le 31 décembre 1914 et de plus cette garantie n'était que partielle,

car « elle était restée fixée à un maximum correspondant aux charges d'intérêt et d'amortissement d'un capital fixé à forfait pour les lignes comprises dans le nouveau réseau » (1). Le maximum était de 32.437.766 francs pour le P.-L.-M. et de 12 millions 222.041 francs pour le Nord.

Le danger était donc pressant et c'est dans ces conditions que ces deux Compagnies demandèrent au Gouvernement l'autorisation de porter à leur compte de premier établissement tout ou partie des insuffisances de leur compte d'exploitation. En prévision du trouble profond que la guerre allait apporter dans leur situation financière, la Compagnie du Nord et du P.-L.-M. demandaient à emprunter pour assurer le paiement de leurs dividendes.

C'est dans ces conditions que le Gouvernement fut amené à insérer dans le projet de loi portant ouverture sur l'exercice 1915, de crédits provisoires applicable au premier semestre, la disposition suivante : « Dans le cas où, à la suite de prélèvements sur le compte unique d'exploitation autorisé pour les compagnies du Nord et du P.-L.-M. par les conventions en vigueur et notamment par l'art. 11 de la convention du 5 juin 1883 pour le Nord et par l'art. 11 de la convention du 26 mai 1883 pour le P.-L.-M., il existerait une insuffisance pour couvrir, avec la

1. *Economiste français*, 7 août 1915.

garantie d'intérêt, liquidée conformément auxdites conventions en ce qui concerne l'exercice 1914, toutes les charges effectives de ces réseaux, ces Compagnies auront la faculté de reporter tout ou partie de cette insuffisance à leur compte de premier établissement pour l'exercice 1914 et les suivants, jusques et y compris l'exercice qui suivra celui au cours duquel la paix aura été signée (1). »

L'exposé des motifs (2) de ce projet fait ressortir toute l'importance de cette disposition. Les déficits du Nord et du P.-L.-M. sont des conséquences directes de la guerre. Ils empêchent les Compagnies de distribuer des dividendes aux actionnaires. « Cette suppression de dividendes jetterait sur les titres des compagnies, actions et obligations, un discrédit dont l'Etat aurait d'ailleurs certainement à souffrir, puisqu'il rembourse à certaines Compagnies, et notamment au P.-L.-M., les charges des obligations qu'elle émet pour fournir au Trésor les avances nécessaires à l'exécution des lignes neuves de son réseau. » L'adoption de cette mesure permettait aux Compagnies la distribution de dividendes et reportait les charges de la guerre sur les comptes d'exploitation à venir.

Renvoyé à la Commission du budget, l'article 20 du titre II du projet donna lieu à un rapport de

1. Art. 20 du titre II du projet présenté par M. A. Ribot à la séance du 22 décembre 1914.

2. Chambre 1914. *Documents parlementaires*, t. II, annexe 433.

M. Métin qui, tout en formulant certaines réserves, conclut à l'adoption du projet.

Voté sans discussion par la Chambre le 23 décembre 1914, adopté sans débat par le Sénat, la loi du 26 décembre 1914 permet donc au Nord et au P.-L.-M. « de se procurer par voie d'emprunts les sommes nécessaires pour équilibrer leur compte d'exploitation dans les conditions définies par les conventions en vigueur et notamment, pour la Compagnie du Nord, par l'article 11 de la convention du 5 juin 1883, article qui permet d'affecter à la rémunération des actions une somme de 20 millions (le nombre de titres étant de 525.000); pour le P.-L.-M., par l'article 11 de la convention du 26 mai 1883, article qui permet d'affecter à la rémunération des actions une somme de 44 millions (le nombre des actions étant de 800.000) (1). »

Les Compagnies ont usé largement de la faculté que leur laissait la loi de 1914. Pour la Compagnie P.-L.-M., l'excédent de 8 millions 1/2 de l'année 1913 a fait place en 1914 à une insuffisance de 61 millions pour laquelle un chiffre égal d'obligations a été émis. Pour l'année 1915, l'insuffisance n'a été que de 14 millions, mais dès 1916 elle croît et passe à 23 millions, pour atteindre 94 millions en 1917 et 212 millions en 1918. A cette même date, le chiffre global des insuffisances de la Compagnie du Nord s'élève

1. Exposé des motifs.

à 195.336.697 francs, et les insuffisances de l'année 1919 sont encore plus graves par suite du relèvement de salaires effectuées en 1918. C'est donc bien au cours de la guerre que les obligations ont eu à jouer un rôle purement financier. En permettant de couvrir les charges financières que les recettes n'arrivaient pas à équilibrer, en permettant de distribuer aux actionnaires un dividende minimum, elles ont permis à ces compagnies de vivre et ont évité une baisse trop considérable de leurs titres. Il est vrai que ce procédé avait l'inconvénient de grever lourdement l'avenir, eu égard à la date rapprochée d'expiration des concessions, et d'exiger un relèvement considérable des tarifs. Celui-ci a eu lieu, mais ne constituait encore qu'une mesure transitoire. La solution a été apportée par la convention du mois de mai dernier, mettant à la charge de l'Etat les annuités restant à courir du fait de ces emprunts.

TROISIÈME PARTIE

Extinction de la dette obligataire des Grandes Compagnies de chemins de fer

Si l'on ne peut évidemment faire état de la banqueroute comme méthode de réduction d'une dette, les deux procédés normaux qui s'offrent aux Compagnies de chemins de fer, comme à toutes autres sociétés, sont la conversion et l'amortissement.

Ces deux procédés ont d'ailleurs des effets différents : l'un a pour but de diminuer la charge des intérêts, sans diminuer le capital, c'est la conversion ; l'autre vise à réduire le capital de la dette, et seulement par voie de conséquence, les charges que ce capital entraîne, c'est l'amortissement.

Du premier, nous ne dirons que quelques mots, puisqu'il est peu pratiqué par les Compagnies de chemins de fer. Il a été néanmoins tenté par le réseau de l'Est. Une Assemblée d'actionnaires, réunie le 30 avril 1895, avait décidé la conversion des obligations émises de 1852 à 1856, au taux moyen de 476 fr. 50, rapportant un intérêt annuel de

25 francs, et remboursables à 650 francs. Au milieu de l'année 1895, le nombre de ces obligations (déduction faite de celles qui avaient été remboursées par le jeu normal de l'amortissement) était encore de 331.243, représentant le capital d'une dette de 215.307.950 francs.

En vertu des pouvoirs que lui avait conféré l'Assemblée des actionnaires, le Conseil d'administration avait décidé de réduire à 22 fr. 50 l'intérêt annuel à servir à ces obligations, les titulaires et porteurs qui n'accepteraient pas cette réduction devant être remboursés au taux de 630 francs par titre.

La conversion parut tout d'abord réussir : la plupart des obligataires ayant accepté la réduction ou ayant demandé le remboursement. Seuls, quelques porteurs d'obligations, en l'occurrence la plupart des Compagnies d'Assurances sur la vie, protestèrent contre cette réduction d'intérêt et ce remboursement prématuré et portèrent l'affaire devant le Tribunal de la Seine.

Ce Tribunal, la Cour et en dernier lieu la Cour de Cassation, cette dernière par arrêt en date du 21 avril 1896, ont condamné la Compagnie de l'Est à suivre les indications de son tableau d'amortissement, c'est-à-dire à subir les charges de la dette jusqu'à l'expiration du délai de quatre-vingt-quinze ans, et de payer intégralement l'intérêt de 5 0/0 pendant la même période.

La question est donc tranchée d'une façon définitive. La conversion n'est possible que du consentement unanime des détenteurs des titres visés, à moins que par clause spéciale, insérée au moment de l'émission, les compagnies n'en aient prévu le remboursement anticipé. Or, cette réserve ne se trouve que dans les émissions d'obligations faites en 1852 par la Compagnie d'Orléans et en 1857 par la Compagnie du P.-L.-M. Aucun de ces deux réseaux n'y a eu d'ailleurs recours.

L'amortissement reste donc le seul mode d'extinction de la dette obligataire des grandes sociétés concessionnaires de chemins de fer. Il en constitue également par voie de conséquence le seul mode de réduction. Aussi est-ce lui que nous allons examiner en détail. Nous en montrerons le fonctionnement et nous étudierons les problèmes qu'il pose par suite de l'approche de la fin des concessions.

CHAPITRE PREMIER

Ammortissement du Capital-obligations des Compagnies d'intérêt général

L'amortissement est, au sens général du mot, un procédé, une combinaison, qui a pour objet le remboursement d'une dette. Mais, techniquement, l'amortissement a une autre signification. M. Léon Say, dans son *Dictionnaire des Finances*, au mot « amortissement », le définit ainsi : « l'extinction d'une dette par des remboursements graduels, dont les espèces sont fournies, pour une certaine proportion, par une dotation calculée à raison des années après lesquelles on veut être libéré, et ensuite, pour le surplus, dans une proportion qui s'accroîtra de plus en plus par les intérêts restés sans emploi au fur et à mesure des remboursements partiels et successifs opérés sur le capital. » C'est ce procédé qui a remplacé le procédé, depuis longtemps abandonné, qui consistait dans le remboursement tous les ans d'un même nombre de titres. Ce vieux système avait le grand

inconvenient d'être très onéreux pendant les premières années de la Société naissante, quand, par la force même des choses, les dividendes étaient maigres. Il était, au contraire, très favorable dans les dernières années, alors que la fraction des intérêts libérée par l'extinction d'une partie de la dette obligataire déjà amortie, venait grossir les dividendes des actionnaires.

Cette répartition des charges de l'amortissement était donc illogique. Le système actuellement employé par les Compagnies et par toutes les grandes sociétés qui font appel à l'épargne, beaucoup plus rationnel que le premier, consiste dans l'emploi d'une somme annuelle fixe pour le service tant des intérêts que du remboursement. C'est l'amortissement par la somme unique et déterminée, où le remboursement du nombre d'obligations est variable et l'annuité constante. Par ce système, la charge pour la Société est insignifiante pour les premières années, car la somme destinée au remboursement de l'annuité est relativement minime par rapport à la somme consacrée au service des intérêts de la totalité du capital affecté à l'amortissement.

Cette proportion entre la somme affectée au remboursement d'un certain nombre de titres et celle consacrée au paiement des intérêts est naturellement variable et dépend mathématiquement de la durée totale sur laquelle l'amortissement sera réparti. Ainsi,

pour une période de soixante-quinze ans, la somme qui doit servir au remboursement est à peu près du vingtième des intérêts; pour une période de quatre-vingt-dix-neuf ans, du vingt-cinquième environ, et ainsi de suite d'après les tables d'amortissement qui donnent exactement la somme qui doit être employée pour arriver au remboursement total dans une période déterminée.

On comprend que par ce procédé la société ne peut rembourser pour commencer qu'un petit nombre d'obligations. Mais le nombre va toujours croissant, à mesure que les intérêts à payer diminuent progressivement avec le nombre de titres qui restent en circulation. Il arrive ainsi que pour les dernières années, presque toute la somme affectée à l'amortissement est employée au remboursement d'un très grand nombre d'obligations; les intérêts à payer ne sont plus, en effet, que minimes, la majorité des titres ayant été remboursés.

C'est d'ailleurs ce qu'a très bien montré M. Ed. Théry. Il partait de l'année 1894, et en supposant que les Compagnies n'émettent plus d'autres obligations, il établissait de la manière suivante la progression mathématique que devaient suivre les remboursements (1) :

1. Ed. Théry. *Histoire des Grandes Compagnies de chemins de fer français*, 1894, p. 216.

1895. . . .	104.589 800	1925. . . .	262.984 200
1900. . . .	121.525.200	1930. . . .	305.803.200
1910. . . .	167.205.200	1940. . . .	413.685.000
1920. . . .	226.214.000	1950. . . .	560 222.000

Malheureusement, cette évaluation n'a aucune signification, l'hypothèse n'étant pas juste. Depuis 1895, les Compagnies ont dû faire de grands emprunts, soit pour leur propre compte, soit pour l'Etat. Cet exposé n'en est pas moins suggestif, car il montre tout l'avantage du procédé de l'amortissement, tel que le pratiquent nos grandes sociétés concessionnaires de chemins de fer.

Dans quelle proportion les Compagnies de chemins de fer d'intérêt général ont-elles donc amorti leur dette obligataire ? Le montant total des obligations amorties et remboursées depuis 1885 se répartit ainsi qu'il suit (1) :

De 1885 à 1891 pour	450 millions d'obligations	
De 1892 à 1898 —	732	—
De 1899 à 1905 —	1.032	—
De 1906 à 1912 —	1.270	—
De 1913 à 1919 —	1.728	—

L'ensemble des amortissements d'obligations effectués de 1885 à 1919 atteint donc 5 milliards 212 millions.

Si on essaie de faire la moyenne annuelle des

1. Chiffres fournis par M. A. Neymarck dans le *Bulletin de la Société de statistique*, de août-septembre 1920.

amortissements durant ces diverses périodes, on obtient les résultats suivants :

De 1885 à 1891 pour	64 millions
De 1892 à 1898 —	104 —
De 1899 à 1905 —	147 —
De 1906 à 1912 —	181 —
De 1913 à 1919 —	247 —

Voici d'ailleurs quels ont été effectivement les amortissements pendant la période de guerre :

Années	Nombre d'obligations amorties	Capital millions
1914	403.067	186,2
1915	481.731	224,1
1916	501.374	258,5
1917	530.251	263,9
1918	565.809	272,6
1919	661.456	303,8

Tels sont les résultats obtenus. De 1895 à 1919, les Compagnies ont émis 10 milliards environ d'obligations, elles en ont amorti 5 milliards.

Ces charges d'amortissements, qui figurent dans les bilans des Compagnies au compte d'exploitation, sont couvertes en partie par des annuités versées par l'Etat pour les obligations émises par elles, pour couvrir les dépenses de construction, d'achat de matériel, d'approvisionnement, etc..., par les recettes mêmes du compte d'exploitation. Dans le cas où l'exercice se solde par un déficit, les charges d'em-

prunts sont assurées par un appel à la garantie pour les réseaux qui jouissent encore de cet avantage, par une émission d'obligations pour les réseaux qui, comme le Nord et le P.-L.-M., ne bénéficient plus de cet avantage. L'alinéa final de l'article 17 de la convention intervenue entre l'Etat et les cinq grands réseaux de chemins de fer décide que les charges des emprunts nouveaux émis par les Compagnies seront assurées par les soins et aux frais de la Compagnie qui les aura émis, et seulement au cas d'insuffisance des recettes, par le fonds commun.

Tel est le procédé adopté par nos grandes sociétés de chemins de fer pour le remboursement de leur dette obligataire. Il aurait suffi à sa tâche, si chaque jour de nouvelles charges n'étaient venues grever le budget des Compagnies. Aussi, dès 1914, l'approche de l'expiration des concessions ne laissait-elle pas attirer l'attention sur les difficultés croissantes qu'éprouvaient les Compagnies de chemins de fer pour amortir leurs obligations.

CHAPITRE II

L'expiration des concessions et l'amortissement des emprunts des Compagnies de chemins de fer.

La date d'expiration des concessions varie pour les cinq grandes Compagnies entre le 31 décembre 1950 pour le Nord et le 31 décembre 1960 pour le Midi (1). Or, depuis environ une quinzaine d'années, les dépenses de chemins de fer tendent à augmenter plus vite, beaucoup plus vite même, que les recettes : l'exercice 1912 s'est à ce point de vue montré exceptionnel en laissant aux recettes nettes un peu plus du tiers de l'accroissement des recettes brutes, 30 millions sur 88 millions et demi. En 1911, sur 63 millions d'augmentation des recettes brutes, les dépenses en prenaient 60, tandis que le produit net ne progressait que de 3 millions. L'accroissement des dépenses est imputable à deux causes : d'une part, l'accroissement des dépenses du personnel dans tous

1. Est, 26 novembre 1954. Orléans, 31 décembre 1956. P.-L.-M. 31 décembre 1958.

les services par suite du relèvement des salaires et la hausse du prix du combustible. Parallèlement, les charges financières des Compagnies s'accroissent dans de très fortes proportions, rendant ainsi encore plus précaire leur situation. L'importance des travaux qu'elles effectuent, amènent, en effet, ces sociétés à émettre chaque année beaucoup plus d'obligations qu'elles n'en amortissent, et ces nouvelles obligations coûtent plus cher que les anciennes, tant en raison de la hausse du loyer de l'argent qu'à cause de l'approche de la fin des concessions. C'est ainsi que les charges d'intérêt et d'amortissement de la Compagnie de l'Est étaient, en 1913, en augmentation de 4 millions et demi par rapport en 1912. Cette situation n'est pas particulière à ce réseau; elle s'étendait à toutes. La charge d'intérêt et d'amortissement d'une obligation 3 0/0 de la Compagnie du Nord, émise en 1913, et ayant donc trente-sept ans à vivre, était déjà de 4,5238 0/0, sans tenir compte du supplément d'intérêt résultant de la prime. Or, la même obligation, émise en 1920, au même taux d'émission, implique une charge d'amortissement de 5,102 pour cent, laquelle charge sera pour le même titre de 11,723 0/0 et de 21,835 0/0 quand la durée de la concession ne sera plus que de dix ou cinq ans. Autrement dit, la progression des charges d'intérêt et d'amortissement est telle, qu'à partir d'une certaine période, il devient impossible d'amortir les tra-

vaux complémentaires effectués par les Compagnies dans la durée de la concession.

Cette situation ne pouvait manquer d'inspirer de vives inquiétudes et d'attirer l'attention des milieux parlementaires, car sa répercussion dépassait les finances des Compagnies pour atteindre celles de l'Etat. Enfin, les particuliers eux-mêmes se trouvaient lésés, car ils ne pouvaient escompter ni amélioration dans les transports, ni abaissement de tarifs. Aussi une proposition de loi fut-elle déposée par M. Georges Berry, député, « tendant à proroger pour trente années les concessions de chemins de fer existantes » (1). De son côté, M. Emmanuel Brousse, au cours de la séance du 19 juin 1914, déclarait « qu'on devait négocier avec les Compagnies de chemins de fer et s'entendre avec elles, pour la prolongation des conventions qui les lient à l'Etat » (2). Il indiquait que cette prolongation des concessions rapporterait au budget plus de 2 milliards, qu'on pourrait ainsi aider puissamment à développer les grands travaux

1. *Journal officiel* du 17 juin 1914 page 2516.

2 *Journal officiel* du 20 juin 1914 page 2538 M. Brousse. « vous savez que, depuis les conventions de 1883, les Compagnies empruntent pour le compte de l'Etat. Or, comme les concessions vont arriver à expiration la période d'amortissement se rapproche de plus en plus, se rétrécit tous les jours, et les Compagnies de chemins de fer sont obligées par conséquent d'emprunter à un taux de plus en plus élevé au détriment des finances publiques. Il y a là un problème très grave qui avait été évoqué par M. Caillaux lui-même, dans sa déclaration ministérielle, lorsqu'il était Président du Conseil... »

publics et l'outillage économique, dont il fallait assurer sans délai l'extension et le perfectionnement.

Comment cette prolongation des concessions pouvait-elle profiter à l'Etat ? En 1913, les charges d'amortissement des cinq grandes Compagnies sont de 200 millions environ par an. Supposons les concessions prorogées de trente années et l'amortissement pour le capital déjà emprunté, reporté sur cette période plus étendue, les charges de l'amortissement auraient été diminuées des $\frac{3}{5}$ au moins, c'est-à-dire de 120 millions. Les Compagnies, sans doute, auraient été tenues de se conformer à leurs tableaux d'amortissement, mais elles auraient pu émettre pour 120 millions d'obligations nouvelles pour compenser à concurrence de cette somme celles qu'elles remboursaient. Elles auraient été dégagées de 120 millions par an et, en 1915, de 130 millions au moins. C'est cette somme que les Compagnies auraient versée annuellement au Trésor, et même elles auraient pu faire un supplément de versement par suite des économies réalisées sur les charges des emprunts nouveaux. Enfin, pour les obligations émises pour son compte, l'Etat aurait bénéficié du taux plus avantageux de placement qui en aurait résulté.

Malgré tout l'attrait de cette proposition, elle n'était pas une solution suffisante à résoudre le problème de l'amortissement. Elle ne constituait qu'une solution fragmentaire, qui ajournait seulement le pro-

blème posé. Un remède plus énergique s'imposait au Gouvernement : décider qu'à partir d'un moment donné la période d'amortissement s'étendrait pour les obligations nouvelles au delà de l'année d'expiration des concessions. Rien n'était plus juste d'ailleurs, car il est évident que l'Etat, dans son exploitation future, profitera des améliorations apportées aux réseaux par les travaux complémentaires des dernières années. Ces travaux ne produisent pas immédiatement leurs effets sur le trafic; les conventions de 1883 estimaient, dans une de leurs dispositions visant l'hypothèse du rachat, que cet effet n'était obtenu qu'au bout de quinze ans, mais il s'étend bien au delà et dure tant que les installations créées sont utilisables, et ne demandent que des dépenses d'entretien. Il existe enfin un précédent sur le réseau P.-L.-M. En effet, l'emprunt 1876, Dombes et Sud-Est, dont l'amortissement ne prendra fin que le 1^{er} octobre 1975, aura son service assuré par l'Etat à partir de 1959 en vertu de l'article 3 de la convention du 6 mars 1883.

Dès lors, quelle durée fallait-il assigner à l'amortissement des nouvelles obligations ? On peut adopter le délai de cinquante années admis pour les obligations émises par l'Etat depuis le rachat de l'Ouest. Quant il a racheté ce réseau, le Gouvernement s'était, en effet, fait autoriser par le Parlement à émettre des obligations cinquantennaires, dépassant

d'un certain nombre d'années la durée de l'ancienne concession. On peut également prendre une durée moindre, étant donné que l'exploitation intensive, l'importance et la fréquence des perfectionnements font prévoir une détérioration ou une disparition plus rapide pour les installations nouvelles.

Si l'on admet un instant la durée de cinquante ans pour les obligations émises en 1914 par la Compagnie du Nord, dont la concession expire en 1950, l'Etat aurait été chargé des 14/50 du service des emprunts de ce réseau, et aurait donc eu à assurer le paiement de quatorze annuités, puisque $1964 - 1950 = 14$. Pour l'Est, la charge aurait été à la même date de 10/50, l'Orléans de 8/50, le P.-L.-M. 6/50 et le Midi 4/50. Chaque année écoulée accroîtrait la part de l'Etat jusqu'au moment où, à l'expiration de la concession, elle atteindrait 50/50 de l'amortissement.

On pourrait fixer une date de départ invariable pour toutes les Compagnies, ou bien la faire varier pour chacune de façon à rendre le temps pendant lequel ce procédé jouerait égal pour toutes les sociétés concessionnaires.

Cette prolongation de la période d'amortissement pour une durée égale pour toutes les Compagnies peut avoir un grave inconvénient financier. Elle crée des titres d'un marché étroit. Encore faut-il remarquer que ce placement convient admirablement à des compagnies d'assurances ou des sociétés de re-

traites, parce que chaque série de ces obligations venant à l'amortissement d'année en année leur assure des rentrées régulières.

Telles étaient les solutions préconisées avant la guerre pour résoudre le grave problème de l'amortissement de la dette obligataire des Compagnies. Les charges nouvelles contractées par les réseaux durant les hostilités et la situation financière difficile qui en est résultée n'ont pu qu'accroître l'urgence d'une solution. Elle est intervenue le 17 mai 1920.

Dans son titre II relatif aux dispositions financières, ce projet contient, en effet, la clause suivante :

ART. 17. — « Les dépenses à la charge de l'Etat ou des réseaux pour la construction des lignes nouvelles, ainsi que pour l'exécution des travaux complémentaires, l'augmentation et le renouvellement du matériel, l'outillage de la voie et des ateliers, le mobilier des gares, les approvisionnements, etc..., seront couverts au moyen d'obligations nouvelles dont la période d'amortissement ne sera pas supérieure à soixante ans. Les obligations comporteront des tranches successives comprenant chacune une période de vingt années. Pour chaque tranche, la durée d'amortissement sera échelonnée entre soixante ans pour les obligations émises dans la première année, et quarante ans pour les obligations émises dans la vingtième. »

Ainsi, le projet prévoit l'extension de la durée d'amortissement à soixante années au maximum. Pour les obligations que la Compagnie du Nord émettra en 1921, la charge d'amortissement de la Compagnie sera de 31/50, et celle de l'Etat de 29/50, c'est-à-dire que l'Etat aura à assurer le paiement de 29 annuités; pour les titres que la Compagnie émettrait en 1940, elle aurait à assurer le versement de dix annuités, et l'Etat de trente, car pour les obligations émises cette année-là, la période d'amortissement ne sera que de quarante années. Cette convention, déjà approuvée par la Chambre, aurait, si elle l'est par le Sénat, le double avantage de faciliter l'amortissement et par suite le placement à un taux plus avantageux des emprunts des Compagnies et aussi de faire disparaître cet inconvénient que nous signalions tout à l'heure, de créer des titres d'un marché trop étroit. Elle donnera aussi aux Compagnies « une assiette financière convenable pour que leur crédit demeure entier », et à l'expiration des concessions, pour toutes les dépenses engagées depuis 1921, l'Etat aura des titres unifiés, « un service financier complet et bien en mains ».

QUATRIÈME PARTIE

La baisse des obligations de chemins de fer

Dans les quinze dernières années qui ont précédé la guerre, de 1898 à 1914, tous les fonds d'Etat de premier ordre et toutes les valeurs assimilables (emprunts divers ayant la garantie d'un Etat) ont subi une baisse considérable que fait ressortir le tableau suivant portant sur quelques valeurs seulement.

Désignation des valeurs	Cours au 30 juin des années					
	1898	1905	1907	1909	1911	1913
Rente 3 o/o.....	102.55	95.50	94.27	97.20	94.87	83.57
Consolidés	111.25	90.60	87.25	86.50	80 »	72.50
Norvège 3 1/2 o/o.....	104.90	102.75	99.65	98 »	95.95	83.75
Suédois 1/2 o/o 1895..	103.60	103.70	101.25	101 »	99.25	92.40

Une baisse aussi générale ne peut avoir eu d'autres causes que des causes d'ordre économique générales. Les découvertes scientifiques qui ont si considérablement amélioré les relations des peuples ont modifié

dans une très grande mesure la vie économique mondiale. Par la facilité et la rapidité des communications, les peuples ont des rapports étroits. Les échanges sont devenus plus actifs et la vie économique du monde entier tend de plus en plus à s'unifier. Quoi d'étonnant dès lors que les perturbations qui se produisent sur un marché aient leur répercussion sur les autres. Cette solidarité des marchés se montre très accentuée en ce qui concerne les valeurs mobilières. Grâce au téléphone, les arbitrages qui provoquent le nivellement des cours se font presque au même moment aux grandes bourses. Les cours des différentes valeurs pratiqués sur le marché sont affichés au fur et à mesure, enfin l'internationalisation des affaires a amené les divers pays à demander plus fréquemment assistance aux places étrangères pour le placement de leurs titres. Comme cause mondiale de baisse, on peut signaler encore les émissions de fonds d'Etats à gros rendements faites par des pays neufs; la crise américaine de 1907 qui a eu sa répercussion dans tous les pays et particulièrement en Europe; les émissions de valeurs d'entreprises minières, industrielles, commerciales, et parmi elles les titres de Banques distribuant de beaux dividendes (ces émissions de valeurs industrielles qui étaient en 1903 de 1.417 millions étaient de 4.299 millions en 1912); enfin, la hausse des prix, qui a eu pour conséquence l'augmentation des dividendes, a aug-

menté l'intérêt des porteurs pour les valeurs de ce genre.

Mais ces causes ne sont pas seules à produire les perturbations constatées. Elles ne suffisent pas à les expliquer, si l'on tient compte de ce fait, qu'en 1909, par exemple, alors que la baisse des consolidés anglais s'accroît, la rente française maintient et même améliore quelque peu sa position (97,97 en 1910). C'est qu'à côté des causes mondiales de baisse, il en existe d'autres particulières à chaque pays, à chaque marché. C'est ainsi qu'au moment de l'affaire d'Agadir, le marché français a marqué un fléchissement des valeurs plus accentué que celui des autres bourses. C'est ainsi encore qu'on peut signaler, l'influence qu'a eue sur lui la vente des valeurs mobilières (rentes, obligations de chemins de fer, Ville de Paris, etc...) détenues par les Congrégations dissoutes en vertu de la loi du 1^{er} juillet 1901, complétée par celle du 25 avril 1905.

Mais ces causes spéciales à la France, pas plus d'ailleurs que l'élévation générale du loyer de l'argent qui s'est manifestée dès le début du xix^e siècle et qui a eu pour conséquence une réduction de la valeur en capital des titres mobiliers, ne suffisent pas à expliquer complètement la dépréciation sensible des obligations de chemins de fer.

Si, en effet, nous comparons la diminution en capital des principales valeurs françaises depuis

1897 (1), nous arrivons aux constatations suivantes :

Les obligations foncières ont diminué de	0 fr.43 0/0
Les obligations industrielles	— 2 fr.90 0/0
Les obligations municipales	— 3 fr.90 0/0
La rente française	— 7 fr.46 0/0
Les oblig. de chemins de fer	— 12 fr.52 0/0

Nous sommes donc en présence de causes tout à fait spéciales aux titres d'emprunts des Compagnies de chemins de fer. Ce sont donc ces causes que nous allons rechercher en distinguant la période qui va de 1898 à 1914, et celle qui s'étend depuis 1914 à nos jours, nous réservant ensuite d'en étudier les conséquences tant à l'égard des Compagnies que du public prêteur.

1. L'année 1897 est celle pendant laquelle les cours des valeurs de chemins de fer ont, en moyenne, été les plus élevés.

CHAPITRE PREMIER

La baisse des obligations de chemins de fer français de 1898 à 1914

Le 10 août 1897, les obligations 3 0/0 des six grandes Compagnies de chemins de fer étaient cotées aux cours suivants (1) :

Est	493	francs
P.-L.-M.....	490	—
Midi	489	—
Nord.....	500	—
Orléans	490	—
Ouest	489	—

soit une moyenne de 492 francs pour les six titres.

Au 30 décembre 1905, la moyenne des six titres n'est plus que de 467 francs.

A part une légère reprise en 1908, les cours ne cessent de baisser et atteignent en 1912 les chiffres suivants :

1. Chiffres donnés dans l'*Economiste Européen* par M. Ed. Théry, n° du 16 mai 1912, page 584.

Désignation des valeurs	COURS DES					
	30 juin 1906	30 juin 1907	30 juin 1908	30 juin 1909	30 juin 1911	30 juin 1912
Oblig. Est 3 % nouv ..	440	438	441	441	425	421
— Lyon 3 % fusion	445	437	443	440	418	414
— Midi 3 % nouv.	440	430	440	438	416	413
— Nord 3 % nouv.	456	453	458	449	428	426
— Orléans 3 % no.	443	435	443	440	417	413
— Ouest 3 % nouv.	438	429	443	438	426	418
Moyenne des six titres.	444	435	443	441	422	417
Rente 3 %	96.02	94.27	94.20	97 20	94.87	92.67
Rente 3 % amortissable.	97.40	96 60	97 »	98.35	96.25	95.50

De 1898 à 1905, il ne semble pas qu'il y ait eu des causes de baisse, autres que les causes générales, qui aient pu modifier beaucoup le cours des obligations de chemins de fer. La masse des titres est restée durant cette période presque stationnaire et pour certaines années les amortissements avaient même été supérieurs aux émissions. Le trafic s'est accru et avec lui les bénéfices, modifiant ainsi favorablement la situation financière des grandes Compagnies. Les unes cessent de faire appel à la garantie d'intérêt, les autres commencent le remboursement de leur dette à l'Etat.

Par contre, au cours de la discussion du budget de 1898, quelques critiques se sont élevées contre les Compagnies et ont été le prélude d'une vigoureuse campagne en faveur du rachat. En 1901, un amen-

1. Compagnie du Midi.

dement tendant au rachat est repoussé, mais l'année suivante une proposition de loi invitant le Gouvernement à procéder au rachat de l'Ouest et du Midi est adoptée. Devenue caduque par l'achèvement de la législature, les partisans du rachat ne se tiennent pas pour battus et le 26 janvier 1904 ils obtiennent le renvoi à la Commission de divers projets de résolution tendant au rachat de différents réseaux. Cette campagne provoque immédiatement une méfiance du public à l'égard des valeurs de chemins de fer. Les actions baissent dans de fortes proportions, et leur mauvaise tenue influe sur le cours des obligations.

A partir de 1906 intervient une nouvelle cause d'affaissement des cours. Les émissions s'accroissent chaque année et dépassent de beaucoup les amortissements. Or, les années où la parité des obligations avec la rente a le plus baissé au détriment des obligations sont précisément celles où les emprunts ont été les plus élevés. Un nouvel argument en faveur de cette théorie nous est fourni par les cours des obligations des différentes Compagnies. En les examinant, on peut faire la constatation suivante, c'est que les obligations du réseau P.-L.-M. cotent presque toujours, surtout depuis quelques années, des cours moins élevés que ceux des autres Compagnies. Or, la Compagnie P.-L.-M. est celle qui a le plus recours aux ventes directes. Ainsi, en 1911, cette Compagnie

a emprunté effectivement 124.164.723 fr. 29, tandis que l'Orléans, qui vient en seconde ligne, empruntait seulement 63.930.026 fr. 73.

Cet accroissement des émissions a donc eu sa répercussion sur les cours, mais elle ne suffit pas à expliquer d'une manière décisive la baisse à laquelle nous avons assisté dans les années qui ont précédé la guerre. La cause profonde réside dans l'agitation menée à cette époque autour des Compagnies et dans les charges que l'Etat s'est plu à leur imposer en dépit des conventions de 1883.

« Ce fléchissement (celui des valeurs de chemins de fer) s'est produit, pour ainsi dire, sans autres causes que le malaise résultant de l'agitation menée autour des Compagnies et la succession des charges nouvelles qui ont réduit graduellement leur horizon financier. Le jour où il apparaîtrait que les Compagnies sont écrasées par une telle accumulation de surcharges que leurs titres ne pourraient plus réserver que des déboires, la déchéance de ceux-ci serait prompte et définitive (1). » Ce passage n'est que le reflet des craintes qu'un ensemble de faits avait fait naître à cette époque sur l'avenir des chemins de fer. Quels sont ces faits ? C'est ce que nous allons rechercher.

1. *Revue politique et parlementaire*. Quelques réflexions à propos des revendications des agents des compagnies de chemins de fer français, par X... décembre 1910.

Loi Rabier du 17 mars 1905. — Cette loi a modifié l'article 103 du Code de commerce sur la responsabilité des entrepreneurs de transports dans un sens défavorable à ceux-ci. Cet article est d'ailleurs ainsi conçu :

« Le voiturier est garant de la perte des objets à transporter hors le cas de force majeure.

« Il est garant des avaries autres que celles qui proviennent du vice propre de la chose ou de la force majeure.

« Toute clause contraire, insérée dans une lettre de voiture, tarif ou autre pièce, est nulle (loi du 17 mars 1905). »

Les Compagnies avaient l'habitude d'insérer pour certains transports à tarifs réduits, une clause les exonérant en cas de destruction ou de perte des objets transportés. C'est cette clause que le nouveau paragraphe ajouté à l'article 103 du Code de commerce déclare nulle de plein droit.

Cette disposition légale a eu pour effet d'accroître le chiffre des indemnités à payer par les Compagnies. De 1895 à 1904, leur montant s'élève en moyenne à 10.964.000 francs par an. Il était même descendu à 9.652.000 francs en 1905. Dans la suite, on enregistre une somme de :

13.771.304 francs pour l'année 1906;

24.594.065 francs pour l'année 1907;

27.518.992 francs pour l'année 1908.

Le résultat de cette loi a été, en définitive, d'augmenter annuellement d'une quinzaine de millions les charges des grandes Compagnies.

Augmentation des salaires et lois relatives au personnel. — En même temps que croissaient les dépenses par suite de la loi Rabier, les Compagnies voient leurs charges augmenter par suite du relèvement des salaires et diverses lois relatives à la protection ou à la retraite du personnel.

Des relèvements progressifs et considérables des salaires sont en effet accordés par les Compagnies. Ils se chiffrent à 30 millions pour les années 1909 et 1910. Le minimum de 5 francs par jour pour la région parisienne existant sur le réseau du Nord est étendu à tous les réseaux.

Notons pour mémoire seulement la loi du 9 avril 1898 sur les accidents du travail et les nombreux arrêtés réglementant la durée et les conditions du travail, mais constatons néanmoins qu'elles nécessitent plus de 15 millions de dépensés par an.

La loi du 23 juillet 1906 sur le repos hebdomadaire, appliquée au personnel de façon à lui assurer 52 jours de congé par année, augmente les charges des Compagnies de 26 millions. Les agents payés au mois ne subissent aucune réduction d'appointement pour compenser la diminution de travail prescrite par la loi, et ceux qui jouissent d'un salaire

journalier ont leur salaire majoré de façon à leur assurer en fin de compte le même traitement.

Enfin, la loi du 21 juillet 1909, accordant aux agents des Compagnies une pension égale à la moitié de leur traitement au bout de 25 ans de service et 55 et 60 ans d'âge suivant le genre d'emploi occupé, constitue une nouvelle charge pour les réseaux. En effet, en sus de la retenue de 5 0/0 faite pour la constitution de la retraite sur le salaire des agents, on calcule que les Compagnies doivent opérer un versement de 20 0/0 sur le même salaire. L'accroissement des dépenses qui en résulte correspondrait d'après les uns (1) à 27 millions par an, d'après les autres à 30 millions (2). Cette loi a été complétée par la loi du 28 décembre 1911, relative à la rétroactivité des retraites des agents.

Les ressources des grandes entreprises de transport ne sont pas extensibles à volonté. Les recettes de 1909 sont de 1.455,922.288 francs contre 803.069.230 francs de dépenses d'exploitation. Le bénéfice brut est donc de 650 millions environ, dont il faut déduire les charges financières comprenant l'intérêt et l'amortissement des actions et des obligations dont le montant s'élève à 542 millions. Si l'on déduit les 87.902.000 francs qu'exige le dividende garanti, il reste un bénéfice net de 110 mil-

1. *Journal des Economistes* février 1910 page 238.

2. *Revue politique et parlementaire* 1910 art. déjà cité p. 410.

lions, représentant la marge laissée à l'accroissement des dépenses de toute nature.

A cette date, toutes ces éventualités d'accroissement de dépenses font présager la réduction, la suppression même, des dividendes, et même dans une certaine mesure l'impossibilité d'assurer totalement le service des obligations. Elles devaient par conséquent alarmer les porteurs des titres des Compagnies, entraîner une baisse des actions et par contre-coup une baisse des obligations.

Ces craintes étaient d'autant plus justifiées qu'aux approches de 1910 les travailleurs de chemins de fer se montrent décidés à obtenir gain de cause par tous les moyens.

La grève des cheminots de 1910. — Née, après une longue période d'agitation, elle prend, dès le début, un caractère nettement révolutionnaire. Aussi éveille-t-elle des craintes sérieuses parmi les obligataires des diverses Compagnies. C'est pour eux un étonnement douloureux de constater que l'entreprise des chemins de fer est soumise aux mêmes aléas que les autres industries. Tous ces immeubles, tous ces travaux gigantesques, tout ce matériel, à la construction et à l'achat duquel chacun d'eux a coopéré, risque d'être anéanti, tarissant ainsi les recettes à l'aide desquelles les Compagnies opèrent le remboursement de leur dette.

En dehors de ces craintes un peu chimériques,

l'épargne redouta les charges nouvelles qui incomberaient aux Compagnies si les grévistes obtiennent gain de cause. M. Lafferre, dans son rapport sur les conventions dans le budget de 1911, les évalue à 253 millions, dont 200 auraient dû être empruntés à l'Etat par les Compagnies au titre de la garantie d'intérêt. Aussi l'épargne prend peur et les ventes et les demandes se restreignent. L'examen des cours de l'année 1910 en témoigne.

Cette dépréciation des obligations entraînée par les charges imposées aux Compagnies, la politique suivie par les Gouvernements successifs, semble avoir eu pour but de l'aggraver. C'est cette constatation que fait M. Raffalovich dans son *Marché de 1910* (*Journal des économistes*, 1911). « Les valeurs de chemins de fer, dit-il, ont été considérées parmi les plus sûres du monde. Cela ne les met pas à l'abri de la baisse... La politique suivie, depuis quelques années, à l'égard des Compagnies de chemins de fer est en contradiction avec toutes les notions juridiques. On les traite comme si elles n'avaient aucun droit; elles sont livrées à toutes les fantaisies du Parlement, taillables et corvéables à merci; qu'on y prenne garde, c'est toute une tranche de la fortune nationale qu'on détruit à plaisir (1). »

Rachat du réseau de l'Ouest. — Cette reprise d'un

1. Même opinion exprimée par M. Allix dans la *Revue politique et parlementaire* du 15 novembre 1920.

réseau par l'Etat n'a causé en fait aucun préjudice aux porteurs d'obligations. Si elle ne devait donc pas entraîner une baisse générale des obligations de chemins de fer, elle n'en a pas moins eu une influence fâcheuse. Elle a donné lieu à de vives attaques contre la gestion des Compagnies et celles-ci devaient naturellement amener la défiance du public envers les entreprises de transport.

Mais le point culminant de l'hostilité du Gouvernement à l'égard des Compagnies se trouve dans le projet de loi du 7 novembre 1911.

Projet Augagneur du 7 novembre 1911. — Ce projet, présenté par M. Augagneur, tendait à réserver les nominations et l'avancement du personnel au ministre des Travaux publics. Adoptée par le Parlement, cette loi aurait été grave de conséquences à l'égard des porteurs de valeurs de chemins de fer. Elle aurait enlevé aux représentants des actionnaires la gestion de leur patrimoine. Les Compagnies auraient continué à être responsables pécuniairement, sans en avoir la direction. Ce sont ces doléances que l'on trouve exprimées dans le rapport du Conseil d'administration de la Compagnie d'Orléans pour l'année 1911 :

« Ce projet (le projet Augagneur) a soulevé de notre part les plus graves objections, non seulement parce qu'il méconnaît vos droits contractuels, mais

encore parce que sa réalisation serait une cause d'incohérence et de désordre;

« Responsable de la direction de ses services, notre Compagnie ne serait plus maîtresse du choix des hommes qui les dirigent;

« Responsable de l'exécution des transports, il ne lui appartiendrait plus de fixer les règles de recrutement, d'avancement, de discipline applicables au personnel qu'elle y emploie;

« Dans les négociations journalières entre l'Etat et les Compagnies... l'on verrait cette chose extraordinaire : des négociations dans lesquelles les représentants de l'une des deux parties auraient été désignés par l'autre; d'autre part, ce ne sont pas seulement vos droits et vos intérêts qui seraient mis en péril, c'est aussi la régularité et la sécurité des réseaux, parce que la sécurité et la régularité ne sont pas conciliables avec la désorganisation;

« En somme, dépossédée du droit de nommer le personnel dirigeant, de régler le recrutement, les traitements, les salaires et les conditions dans lesquelles les agents sont récompensés de leurs mérites ou punis de leurs défaillances, cessant d'être maîtresse d'éléments essentiels de ses prix de revient, sans être maîtresse de ses tarifs, perdant la liberté de fixer sa propre organisation intérieure, la Compagnie se trouverait dans l'impossibilité d'assumer

plus longtemps le service public que l'Etat lui a confié. »

Devant tant d'attaques dirigées contre les Compagnies, quand on songe à toutes les mesures prises ou projetées contre elles, à toutes les dépenses qui leur ont été imposées, peut-on s'étonner du fléchissement des cours de leurs titres ? Assurément, d'autres causes ont agi ; comme toutes les valeurs à revenu fixe, elles devaient payer leur tribut à la baisse générale qui les a atteintes de 1900 à 1914, mais il faut reconnaître que si toutes les causes spéciales aux obligations, énumérées plus haut, n'avaient pas agi, on n'aurait pas eu à enregistrer une perte aussi considérable. C'est ce qui ressort de cette constatation qu'aux approches de 1914 la baisse de ces valeurs paraît quelque peu enrayée. Ne faut-il pas en chercher la raison dans la confiance revenue aux obligataires à la suite de l'arrêt du Conseil d'Etat du 26 juillet 1912, tranchant définitivement en faveur des Compagnies de l'Orléans et du Midi la question de la durée de la garantie d'intérêt, dans la tranquillité retrouvée et la discipline remise en honneur dans le personnel, et enfin dans l'attitude toute différente des pouvoirs publics à l'égard des Compagnies. Ceux-ci se sont souvenus à point de la parole de M. Magne, ancien ministre des Finances et économiste distingué qui disait avec beaucoup de raison à Clément Lautier en 1871 : « Soyez convaincu que

toute mesure violente en matière financière va contre le but poursuivi. L'argent est comme l'eau dans une éponge; plus vous la pressez, plus vous la faites fuir. »

CHAPITRE II

Causes de baisse des obligations pendant la période de 1914 à 1920.

Les cours des obligations de chemins de fer s'établissaient ainsi aux 1^{er} juillet, 1^{er} août, 30 décembre 1914 et 30 décembre 1920 :

Nord (anciennes) 3 o/o	428 fr.75	412 fr.	372 fr.	305 fr.
Lyon (fusion 3 o/o	411 fr.75	402 fr.	370 fr.	276 fr.
Midi (nouvelles) 3 o/o	422 fr.50	407 fr.	372 fr.50	271 fr.
Orléans (nouv.) 3 o/o	416 fr.	413 fr.75	369 fr.50	263 fr.
Est (nouvelles) 3 o/o	417 fr.	410 fr.	366 fr.	278 fr.

A ces mêmes dates, le cours des rentes 3 0/0 perpétuel et 3 0/0 amortissable était de :

Rente 3 o/o	83 fr.40	78 fr.	71 fr.75	58 fr.
Rente 3 o/o amortissable	86 fr.25	83 fr.50	78 fr.50	64 fr.25

Du rapprochement des cours de ces deux sortes de titres, on peut dire que l'état de guerre a eu sa répercussion sur toutes les valeurs à revenu fixe. Tous les marchés financiers du monde en ont été affectés, le marché français devait en être plus pro-

fondement atteint, les hostilités se poursuivant sur notre sol national. Mais si cette dépréciation générale des valeurs explique en partie la baisse des valeurs, elle ne suffit pas à en justifier la persistance après la guerre. D'autres causes ont donc agi; ce sont toutes celles qui ont modifié d'une façon défavorable la situation financière des Compagnies, puisqu'aussi bien ce fléchissement des cours des valeurs de chemins de fer n'est que la traduction en Bourse de l'état des finances de nos grandes Compagnies de chemins de fer. Par conséquent, étudier la situation financière des Compagnies de 1914 à 1920, c'est mettre en évidence les causes de baisse des obligations pour cette période.

Dès le mois d'août 1914, le trafic des chemins de fer a été bouleversé par la déclaration de guerre. La mobilisation a mis les réseaux sous la direction de l'autorité militaire. Les réseaux effectuent des transports de soldats ou de matériel de guerre à des tarifs réduits spécifiés au traité Cotellet. Aussi les recettes accusent une grande diminution, influençant ainsi la situation générale des Compagnies.

L'année 1913 avait été une année de progression modérée. L'augmentation des recettes brutes n'avait été que de 66 millions de francs au lieu de 88 millions en 1912. Les grandes Compagnies, en 1913, commençaient à se remettre du malaise politique dont souffrait l'Europe depuis quelques années. Les sept

premiers mois de 1914 qui précédèrent la guerre avaient donné encore à plusieurs Compagnies des plus-values par rapport aux recettes des périodes correspondantes de l'année précédente. C'est ainsi que pour le P.-L.-M. la plus-value avait été de 4 millions durant le premier trimestre. Mais la guerre éclate, le service des réseaux en est complètement bouleversé, aussi l'année se termine par une moins-value qui se chiffre par plus de 310 millions de francs pour les cinq grandes Compagnies et un réseau d'ensemble de 30.150 kilomètres. Les recettes brutes tombent de 1.697.845.000 francs à 1.385.364.000 fr. Les Compagnies les plus atteintes sont le Nord et le P.-L.-M.

Quelle marche ont suivie les dépenses d'exploitation pendant cette même période ? Pour compenser en partie la diminution des recettes brutes, les Compagnies se sont efforcées de réduire les dépenses dans la mesure compatible avec une bonne marche des services. Le réseau P.-L.-M. a réduit les siennes, de 27 millions, le Nord de 25 millions, l'Est de 12 millions, le Midi de 2 millions. Seule de toutes les Compagnies, l'Orléans enregistre une augmentation de 1.413.000 francs. Ces compressions sont d'autant plus difficiles à réaliser qu'au même moment le chapitre relatif aux avantages concédés au personnel marque en ce qui le concerne un accroissement de charges.

En résumé, pour l'année 1914, les recettes flé-

chissent de 310 millions, les dépenses de 66 millions seulement, d'où une diminution du produit net d'environ 250 millions. Celui-ci insuffisant à couvrir les charges financières, les Compagnies ont dû emprunter soit à l'Etat sous forme d'appels au titre de la garantie d'intérêt, soit au public en émettant des obligations pour les Compagnies ne jouissant plus ou qu'en partie de ce privilège. Tel est le cas des réseaux du Nord et du P.-L.-M.

L'année 1915 fournit une preuve de la vitalité de notre pays, car le Nord et l'Est mis à part, l'examen de la situation financière des réseaux, situés en dehors de la zone des opérations militaires, fait ressortir une amélioration très notable des recettes de cette année-là, comparées à celles de l'année précédente. S'il est vrai qu'on enregistre une moins-value de 66 millions pour le Nord et de 37 millions pour l'Est, il n'en reste pas moins que les résultats financiers de l'exploitation des trois autres réseaux accusent une augmentation de 111 millions.

Par contre, les dépenses réduites au minimum ne peuvent supporter de nouvelles diminutions sans compromettre gravement le trafic. A ce point de vue, l'année 1915 est une année de stabilisation. Les résultats financiers de l'exploitation se sont traduits par une diminution nouvelle du produit net et des insuffisances qu'il a fallu couvrir par des emprunts. Une telle situation financière devait avoir sa réper-

cussion en Bourse et entraîner une nouvelle baisse de la valeur des titres des Compagnies. Les obligations 3 0/0 (nouvelles) Est voient leur cours passer du 1^{er} au 31 décembre 1915 de 367 francs à 329 fr. 75. Les autres titres des autres Compagnies passent de 371 francs à 341 fr. 75 pour le Midi, de 369 fr. 50 à 328 francs pour le Nord, de 370 francs à 362 francs pour l'Orléans, et de 371 francs à 331 fr. 50 pour le P.-L.-M.

Les années qui suivent se caractérisent toutes par une augmentation continue des recettes brutes, soit par suite de l'intensification du trafic, soit par suite de l'augmentation des tarifs prévue par la loi du 2 avril 1918. Mais parallèlement à cet accroissement des recettes, les dépenses, que les Compagnies avaient pu comprimer en 1914 et stabilisées en 1915, reprennent, dès 1916, leur marche ascendante, et grossissent démesurément. La Compagnie de l'Est donne pour cette année-là une augmentation de dépenses de 17,07 0/0 par rapport à 1915. L'augmentation en 1918 est de 39,53 0/0. Cette progression des dépenses n'est pas moins forte pour les autres Compagnies, et elle est plus importante que celle des recettes. La conséquence devait en être une réduction du produit net d'autant plus grave que, par suite d'emprunts plus nombreux ou contractés à des taux moins avantageux, les charges financières subissent une augmentation analogue à celle des dépenses. Telle Com-

pagnie, comme l'Orléans, dont le capital nécessaire au service des emprunts s'élevait à 151 millions environ en 1914, voit celui-ci passer à 156 millions pour l'année 1918. Or, ce réseau jouit encore du privilège de la garantie d'intérêt, et a donc recours au Trésor pour couvrir ses insuffisances d'exploitation. Combien plus rapide a dû être l'accroissement des charges financières du Nord et du P.-L.-M., réseaux qui, en vertu de la loi du 26 décembre 1914, couvrent leur déficit à l'aide d'émissions d'obligations.

Cette diminution continue du produit net et l'augmentation progressive des charges financières ont eu pour résultat d'aggraver la situation financière de nos grandes Compagnies, dont le déficit s'élève de 560 millions en 1917 à 822 millions en 1918. L'insuffisance des Compagnies du Nord et du P.-L.-M. est, à elle seule, à cette date, de 472 millions. Aussi voit-on les obligations Midi 3 0/0 nouvelles, par exemple, passer de 341 fr. 75 au 31 décembre 1915 à 332 francs au 31 décembre 1916, soit une perte pour le souscripteur de 75 francs depuis le 1^{er} juillet 1914.

A la fin de l'année 1917, la situation financière de nos grands réseaux était critique. Les Conseils d'administration ne cessaient depuis deux ans de réclamer une augmentation des tarifs. Celle-ci leur fut accordée et entra en vigueur à partir du mois de

mai 1918. Le relèvement prévu était de 15 0/0. Or, à la même date, l'accroissement des dépenses d'exploitation atteignait pour certaines Compagnies 40 0/0. Il était évident que la plus-value de recettes consécutive à ce relèvement des tarifs serait insuffisante à équilibrer le budget de nos grands réseaux. Les matières premières subissent une hausse de prix considérable. Le charbon renchérit d'une façon continue. Son prix s'élève de 23 francs la tonne en 1913 à 93 fr. 50 en 1918. Le renchérissement du coût de la vie a provoqué un relèvement des salaires. Aussi les années 1918 et 1919 sont-elles déficitaires. Pour compenser l'augmentation des dépenses consécutive à la hausse des prix, un nouveau et important relèvement des tarifs a été nécessaire. C'était là une sage mesure qui devait permettre de ménager le budget de l'Etat lourdement chargé, et qui devait mettre les administrations des grands réseaux en mesure d'exploiter commercialement, c'est-à-dire de couvrir toutes leurs dépenses au moyen du produit de leur exploitation. C'était là enfin une mesure indispensable dans l'intérêt des finances publiques, des actionnaires et obligataires des grandes Compagnies et dans l'intérêt général.

Malheureusement, ces relèvements de tarifs opérés, des causes nouvelles sont venues alourdir encore les frais d'exploitation. C'est tout d'abord un nouveau et formidable renchérissement de toutes les matières

nécessaires à l'industrie des chemins de fer, c'est ensuite l'augmentation des salaires par suite du relèvement du coût de la vie, et enfin l'application de la loi sur la journée de huit heures. Les conséquences financières de cette dernière mesure ont été très graves. Pour l'étendre à tous leurs employés, les Compagnies ont dû procéder par palier d'une année pour ne pas risquer d'avoir à réduire considérablement le nombre des trains au détriment de tous. A la fin de 1919, plus de 200.000 agents jouissaient du bénéfice de la journée de huit heures. Cette loi a exigé une augmentation d'effectif de 45 à 50 0/0 du personnel. Or, si l'on tient compte qu'un agent des chemins de fer qui débute à Paris touche annuellement 4.800 francs, s'il est célibataire, et 5.400 francs s'il est marié et père de deux enfants, on s'aperçoit qu'il y a là un élément sérieux au point de vue de la situation financière des Compagnies.

Comment se sont comportées les obligations de nos grands réseaux de 1917 à 1920 ? L'année 1917 marque un arrêt dans la baisse de ces titres. Leur cours moyen s'établit au prix de 331 francs. Le relèvement des tarifs en 1918 a eu pour conséquence une amélioration du cours de ces valeurs. Il atteint 347 francs en août 1918 pour finir à 338 fr. 25 au 31 décembre de la même année. Depuis cette date, la dépréciation des obligations des chemins de fer a suivi une marche ininterrompue.

Est-ce à dire que le crédit des Compagnies est en danger ? Assurément non, « cette baisse ne correspond pas à une perte absolue, car les chemins de fer dont les actions et les obligations ne sont que les titres représentatifs, n'ont subi, quant à leur valeur intrinsèque, aucune dépréciation, bien au contraire, puisque le matériel roulant a même pris une plus-value considérable » (1), et que cette considération, jointe à la bonne réputation des Compagnies, a contribué à maintenir leur crédit dans la tourmente causée par la guerre. Mais cette moins-value n'en a été pas moins préjudiciable aux particuliers, à l'Etat et aux Sociétés concessionnaires.

1. *Revue politique et parlementaire*, 10 novembre 1920.

CHAPITRE III

Conséquence de la baisse des obligations de chemins de fer

Le cours moyen de l'ensemble des obligations 3 0/0 (nouvelles) était de 480 francs en 1897; il n'est plus que de 312 francs au 31 décembre 1919. C'est donc une perte de 170 francs par titre. Les effets de cette dépréciation atteignent les emprunteurs d'une part et les porteurs de titres d'autre part.

La dépréciation des valeurs oblige les Compagnies à emprunter à des conditions plus défavorables. Il y a là un fait d'une grave importance. Comme le fait justement remarquer M. X... dans son article, déjà cité, paru dans la *Revue politique et parlementaire*, si les Compagnies avaient pu émettre au prix moyen de 480 francs, cours moyen pratiqué en 1897, les 857,442 obligations vendues en 1909, au prix de 433 francs, elles auraient réalisé une économie d'environ 40 millions. A chaque baisse nouvelle de 10 francs du prix d'émission correspond une perte annuelle de 8.500.000 francs. Si l'on ajoute à cette

considération la charge nouvelle imposée aux Compagnies par l'approche du terme des concessions, qui les obligent à réduire de plus en plus la période d'amortissement, on conçoit combien les cours actuels pèsent sur la situation financière des Compagnies.

Avant la guerre, cette dépréciation des obligations de chemins de fer pesait déjà lourdement sur la situation financière des Compagnies. Les charges financières augmentaient continuellement, tandis que le produit net baissait. Néanmoins, il était encore suffisant pour y faire face, sans que les Compagnies aient à faire appel à la garantie de l'Etat. Depuis, la situation a changé : à un produit net faible peut-être, mais permettant d'assurer le service des charges financières, ont succédé des insuffisances graves, que des augmentations de tarifs et des compressions de dépenses n'ont pu enrayer. Elles se sont traduites par une inflation du compte de garantie pour les Compagnies de l'Est, de l'Orléans et du Midi, et du compte de premier établissement pour le Nord et le P.-L.-M. Aussi si, par le projet de convention, signé le 17 mai 1920, entre le ministre des Travaux publics et les représentants des cinq grands réseaux, l'Etat n'était pas venu à leur secours, les Compagnies auraient été obligées, soit de restreindre leurs appels au crédit et par suite ajourner des dépenses plus que jamais indispensables au développement de la vie écono-

mique, et à la restauration de nos moyens de transport gravement atteints par le bouleversement de la guerre, soit de demander de nouvelles augmentations de tarifs. Dans les deux cas, le pays aurait eu à en souffrir; une exploitation défectueuse pouvant avoir les plus graves conséquences à l'égard des populations desservies par le réseau, et une augmentation de tarifs pouvant avoir un effet prohibitif pour le transport de certaines marchandises du centre de production au centre de consommation.

Les effets de la baisse retombent non seulement sur les Compagnies, mais également sur l'Etat. Les appels à la garantie d'intérêt, que nous indiquions plus haut, grèvent lourdement le budget. Il exploite lui-même un réseau et doit dans cette gestion faire face aux mêmes dépenses que les Compagnies. Ces dépenses l'obligent à faire appel à son tour au crédit pour les couvrir. La dépréciation des obligations des autres réseaux a donc sa répercussion sur lui en créant un marché défavorable pour l'émission de ses titres, qui accroît les charges de son réseau. L'émission d'obligations faite par l'Etat en 1912 pour la réfection de l'ancien réseau de l'Ouest nous en fournit une preuve. C'est précisément à cause du fléchissement de la rente et des obligations de chemins de fer que le réseau de l'Etat a été amené à adopter le type 4 0/0.

Aux termes des conventions de 1883, les Com-

pagnies font à l'Etat l'avance des sommes nécessaires à couvrir les dépenses qui lui incombent dans l'exécution des nouvelles lignes. C'est au moyen d'emprunts que les réseaux se procurent les fonds nécessaires à ces dépenses. Le Trésor leur verse une annuité. Il est évident que le montant de cette annuité est en fonction directe de l'état du marché des obligations.

Mais c'est surtout par la baisse concomitante de la rente que l'Etat est atteint par la dépréciation des valeurs de chemins de fer. Nous avons vu, en effet, que le crédit de l'Etat et le crédit des Compagnies sont intimement liés. Ménager l'un, c'est garantir l'autre. Il y a là une circonstance de faits qu'il faut subir et dont on doit tenir compte.

Avec la rente, les obligations de nos grandes Compagnies de chemins de fer constituent un des éléments essentiels du crédit public. En prévision des crises possibles, les Banques en conservent en portefeuille, pour se faire consentir des avances, par la Banque de France.

Quelle a été la répercussion de la dépréciation des obligations de chemins de fer à l'égard des porteurs d'obligations ? Dans *l'Economiste Européen* du 10 mars 1912, M. Ed. Thérý évalue à 2 milliards 646 millions environ la perte subie par le public capitaliste du 10 août 1897 au 20 avril 1912 sur les obligations de chemins de fer. Il est certain qu'à

l'heure actuelle ces chiffres peuvent être doublés. C'est donc une diminution de l'épargne de 4 milliards environ qu'il faut constater. Pareil résultat devait fatalement entraîner une certaine défaveur auprès du public porteur, qui s'était habitué à considérer les titres d'emprunts des grandes Compagnies de chemins de fer comme des titres de tout repos. Il risquait de les pousser à placer leurs capitaux disponibles dans des entreprises plus aléatoires, mais d'un rapport plus élevé. C'est là une nouvelle cause de dépréciation des titres abandonnés par leur clientèle et un nouveau fléchissement possible, car la baisse amène la baisse. Fort heureusement que le projet du 17 mai 1920, en étendant la durée d'amortissement au delà de la date d'expiration des concessions est venu consolider le crédit des Compagnies, encore très fort malgré les événements.

CONCLUSION

Les obligations de chemins de fer ont bien rempli la fonction économique et financière, que le législateur leur avait assignée dans les différentes conventions intervenues entre l'Etat et les réseaux. C'est grâce aux dix-huit milliards d'obligations que notre réseau national a pu se créer, qu'il s'est étendu et qu'il a prospéré. Ainsi, par leurs emprunts, les Sociétés concessionnaires ont pu mener à bien la lourde tâche qu'elles avaient assumée. Mais les obligations ont eu un autre rôle, elles ont permis à une partie de l'épargne, jusque-là restée inconnue, de s'affirmer. Elles ont su attirer le tout petit capitaliste, habitué auparavant à enfouir ses économies; elles lui ont appris à faire fructifier son argent en l'apportant sur le marché de l'épargne. C'est pourquoi on peut dire que les obligations de nos grandes Compagnies de chemins de fer ont eu une fonction sociale.

Mais tout cela eut été impossible si les Compagnies n'avaient su inspirer une entière confiance à leurs souscripteurs. Leur crédit, menacé parfois par des

crises de toutes sortes, a magnifiquement résisté, et reste encore considérable. Il faut éviter de l'affaiblir par des mesures imprudentes et inconsidérées. La tâche de nos grands réseaux n'est pas terminée, une œuvre immense reste à accomplir. Des sommes considérables seront nécessaires pour l'électrification des réseaux, l'agrandissement et la réfection des gares, des installations de toutes sortes, pour le doublement des lignes principales, et enfin pour l'amélioration et le développement du matériel roulant. C'est encore grâce aux capitaux qu'apportera l'épargne que les Compagnies pourront être mises à même d'exécuter ces travaux complémentaires et être mis ainsi à la hauteur des progrès et au niveau des exigences du trafic.

Cet appel aux capitaux particuliers sera facilité par une disposition du projet de convention entre l'Etat et les Compagnies du 17 mai 1920 étendant la période d'amortissement au delà de la date d'expiration des concessions. D'autres dispositions établissent un ensemble de garanties pour les porteurs de titres de nature à développer la faveur des capitalistes prudents et des capitaux d'épargne pour les valeurs de chemins de fer et à récompenser de leur fidélité à ces titres les capitalistes qui les ont conservé en portefeuille au cours de ces dernières années. Ainsi, les Compagnies voient leur crédit consolidé par le nouveau statut des chemins de fer. Elles pour-

ront dorénavant se procurer à des conditions plus avantageuses qu'en ces dernières années les capitaux nécessaires à leur fonctionnement.

A l'heure actuelle, le cours des obligations de chemins a tendance à remonter. Une plus grande assurance règne parmi les obligataires de nos grands réseaux. Pour que cette confiance soit parfaite, il reste à organiser leur protection et leur représentation dans nos sociétés concessionnaires de chemins de fer. Le jour où le législateur l'aura fait, il sera certain d'avoir fait œuvre forte et utile, et il aura donné satisfaction aux aspirations manifestes et aux exigences légitimes de ces « chemineaux de l'épargne » qu'il doit protéger.

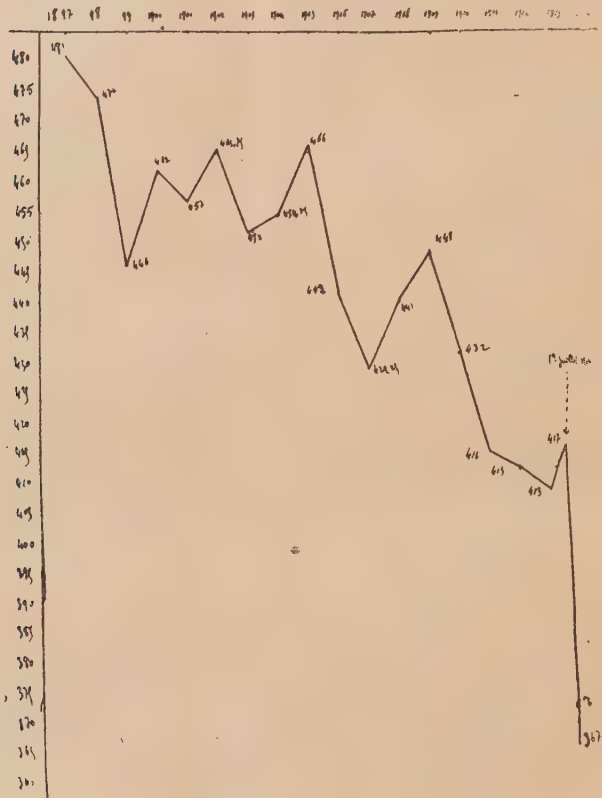
S'il est vrai que le passé réponde de l'avenir, l'avenir du crédit et de la force financière de nos Compagnies est des plus rassurants.

Le président de la thèse
F. FAURE

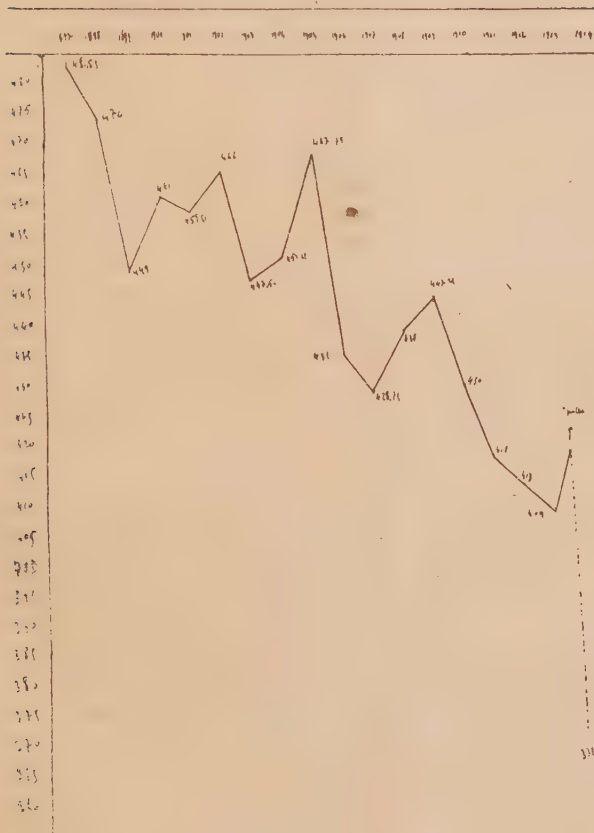
Le Doyen de la Faculté
F. LARNAUDE

Vu et permis d'imprimer,
le Recteur de l'Académie de Paris
P. APPELL

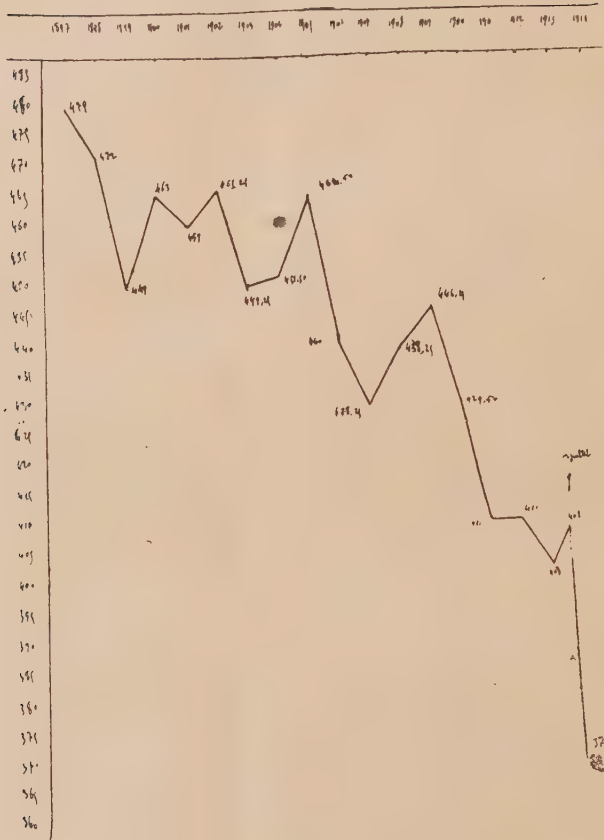
70 *Graphique des cours des Obligations 3 1/2 % nouvelles "Lot" à fin décembre*
des années 1897 à 1915 et au 15 juillet 1914



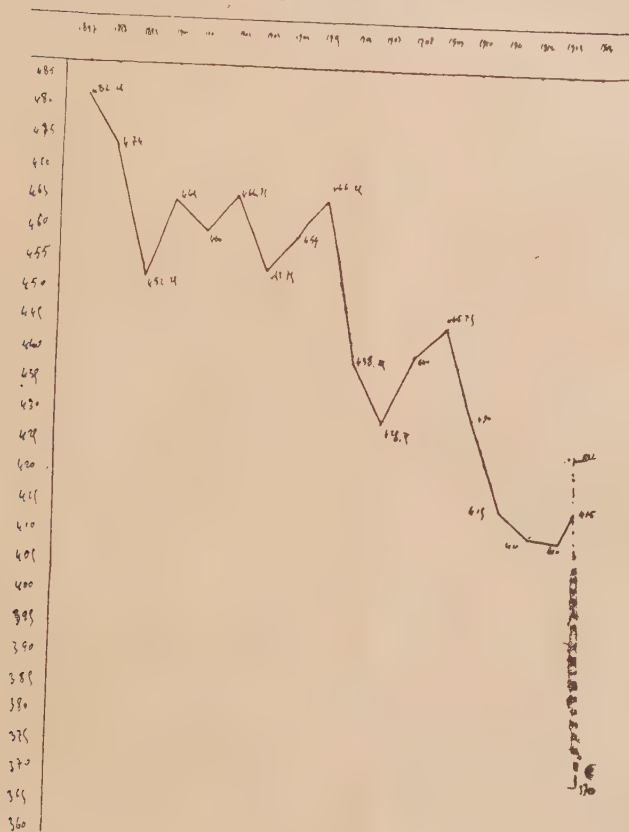
Graphique des cours moyen des obligations 3^e convertibles "Réd."
à partir de l'année 1897 et jusqu'à la fin de l'année 1914



Graphique des cours moyen de l'obligation 3 1/2 % nouvelle "P" 4 M
 de fin décembre des années 1897 à 1916 et au 15 juillet 1919

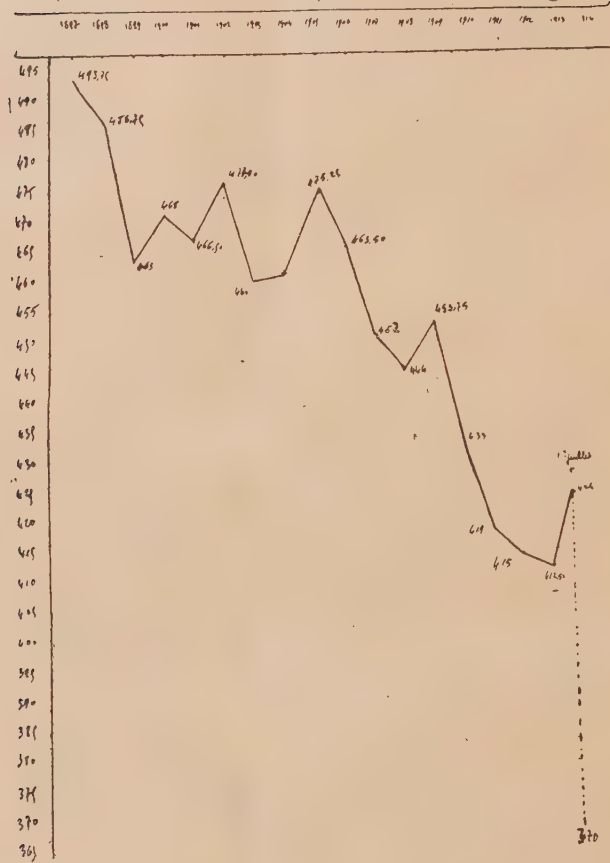


Graphique de la Cote de l'Obligation 3 1/2 nouvelle Ville de Paris
du 1^{er} juillet 1914 au 1^{er} juillet 1914

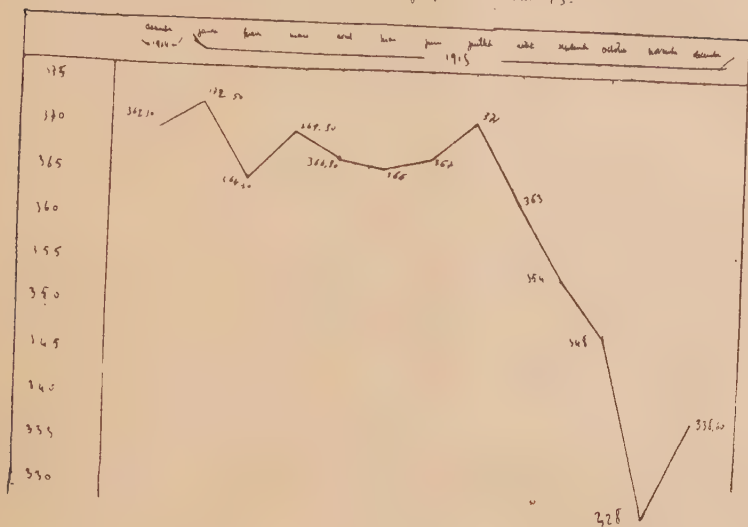


Graphique du cours moyen de l'obligation 3 1/2 % nouvelle "Nord"

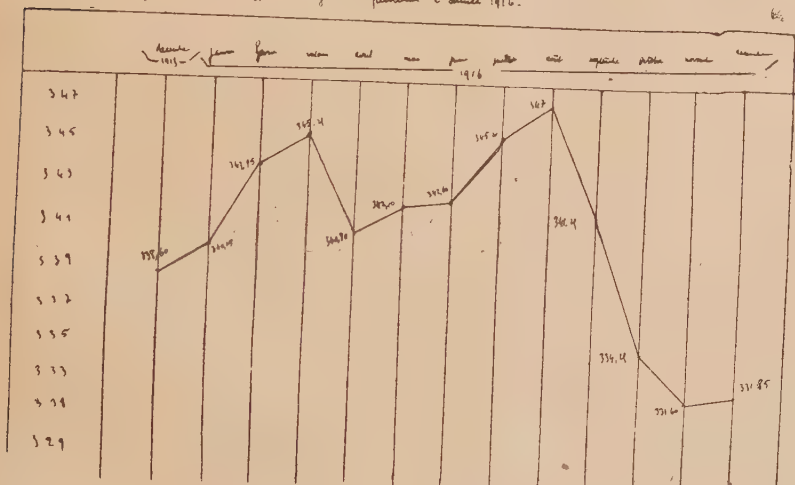
du 1^{er} décembre des années 1897 à 1916 et au 17 juillet 1914



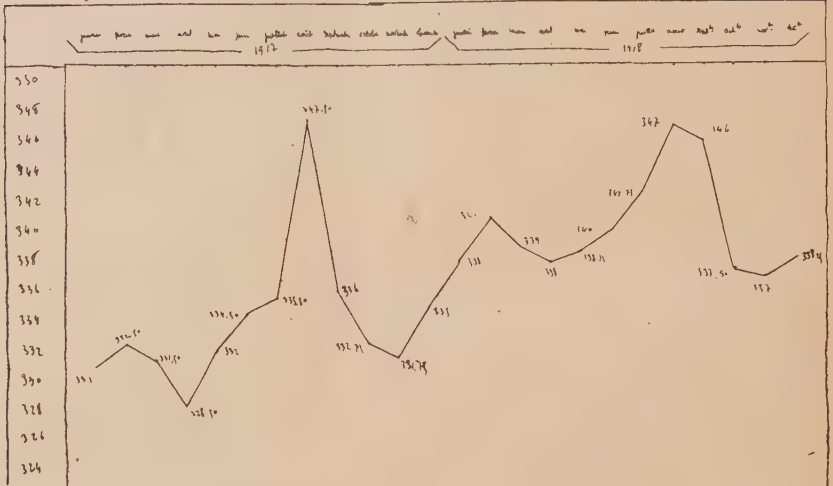
Graphique des Cours moyens de fin de mois de l'ensemble des obligations 3 1/2 % nouvelles
des cinq grands Groupes de chemins de fer pendant l'année 1915.



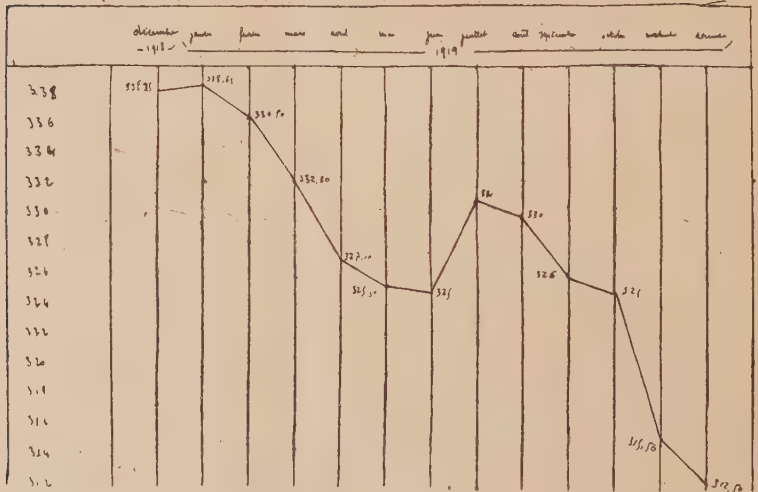
Graphique des Cours moyens de fin de mois de l'ensemble des obligations 3 1/2 % nouvelles de Groupes
et intérêt général pendant l'année 1916.



Graphique des Cours moyens du jour de cours de l'ensemble de obligation 3 7/8 nouvelles de long
grande Compagnie de Chemins de fer pendant la années 1914 1918



Graphique des Cours moyens du jour de cours de l'ensemble de obligation 3 7/8 nouvelles de long
grande Compagnie de Chemins de fer pendant l'année 1919.



BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES ET TRAITÉS

- ALLIX. — Traité de science des finances et de législation financière française.
- AUCOC. — Des moyens employés pour constituer le réseau de chemins de fer français.
- AUDIGANNE. — Les chemins de fer aujourd'hui et dans cent ans. Paris, 1862, 2 volumes.
- BADON-PASCAL. — Traité des obligations de chemins de fer.
- COLSON. — Les chemins de fer et le Budget, 1896.
- La garantie d'intérêt et son application en France à l'exécution des travaux publics (Annales des Ponts et Chaussées, décembre 1888).
- DUVERGER (V.). — Le régime des chemins de fer français devant le Parlement.
- GOMEL. — Les grandes Compagnies de chemins de fer français.
- GUILLAUMOT (G.). — Organisation des chemins de fer en France. Paris, 1899.
- KAUFMANN (de). — La politique française en matière de chemins de fer.
- LEYGUE (L.). — Notions générales sur les chemins de fer.
- LUCAS. — Voies de communication en France. Paris, 1873.

MEINADIER. — La Compagnie des chemins de fer de Paris à Lyon à la Méditerranée.

NEYMARCK (A.). — Finances contemporaines (3 volumes).

NICOLAS. — Documents statistiques sur les chemins de fer.

PHILIPPART. — La baisse des valeurs de chemins de fer.

PICARD (A.). — Histoire des chemins de fer français (6 volumes). Paris, 1884.

— Traité des chemins de fer français (4 volumes).

STOURM (R.). — Le budget, 6^e édition, 1909.

THÉRY (Ed.). — Histoire des grandes Compagnies de chemins de fer dans leurs rapports avec l'Etat.

REVUES. — PÉRIODIQUES. — DIVERS

Revue politique et parlementaire, 1910-1920.

Revue des Deux-Mondes, 1855.

Revue des sciences politiques, 15 avril 1920.

Economiste français.

Economiste européen.

Journal de la Société de statistique de Paris.

Annuaire des agents de change.

Statistique des chemins de fer.

Pandectes français. Répertoire de jurisprudence. V^o chemins de fer.

Journal des transports.

Journal des chemins de fer.

Réveil économique.

Journal officiel.

Bulletin de l'Assemblée des actionnaires et obligataires de chemins de fer.

JOURNAUX FINANCIERS

Le rentier.

Le Pour et le Contre.

L'information.

La Cote de la Bourse et de la Banque.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION.....	7

PREMIÈRE PARTIE

CONSTITUTION DU CAPITAL-OBLIGATIONS DES COMPAGNIES DE CHEMINS DE FER

CHAPITRE PREMIER. — Le crédit des Compagnies.....	13
CHAPITRE II. — Conditions d'émission et de négociation des obligations.....	21
CHAPITRE III. — Mode de souscription.....	27
CHAPITRE IV. — Répartition des obligations.	33

DEUXIÈME PARTIE

EMPLOI DU CAPITAL-OBLIGATIONS

CHAPITRE PREMIER. — L'émission des obligations et la construction du réseau. Dépenses incombant aux Compagnies	45
CHAPITRE II. — L'émission des obligations et la construction du réseau. Dépenses incombant à l'Etat..	52
CHAPITRE III. — Le crédit de l'Etat et le crédit des Compagnies.....	60
CHAPITRE IV. — Les émissions d'obligations et les besoins financiers des Compagnies..	70

TROISIÈME PARTIE

EXTINCTION DE LA DETTE OBLIGATAIRE DES COMPAGNIES

CHAPITRE PREMIER. — De l'amortissement.....	84
CHAPITRE II. — Problèmes qui se posent au sujet de l'amortissement.....	90

QUATRIÈME PARTIE

LA BAISSÉ DES OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER

CHAPITRE PREMIER. — Causes de baisse pour la pé- riode de 1898 à 1914.....	103
CHAPITRE II. — Causes de baisse pour la période de 1914 à nos jours.....	116
CHAPITRE III. — Conséquences de la baisse.....	125
CONCLUSION.....	131
APPENDICE.....	134
BIBLIOGRAPHIE.....	141

